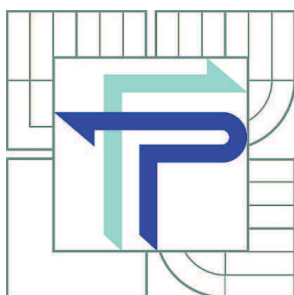


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

OCENĚNÍ PODNIKATELSKÉHO SUBJEKTU

VALUATION OF A COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. LUCIE OPLUŠTILOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. MAREK ZINECKER, Ph.D.

BRNO 2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Opluštilová Lucie, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Ocenění podnikatelského subjektu

v anglickém jazyce:

Valuation of a Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

GRÜNWARD, R. Finanční analýza pro oceňování podniků. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 79 s. ISBN 80-245-0700-5.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

NEUMAIEROVÁ, I., LECIÁNOVÁ, G. a kol. Řízení hodnoty podniku, aneb, nedělejme z podniku záhadu. 1. vyd. Praha: Profess Consulting, 2005. 233 s. ISBN 80-7259-022-7.

WILD, J. Financial statement analysis. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2005. 800 s. ISBN 0-073-10023-4.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2011/2012.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 02.05.2012

Abstrakt

Cílem předkládané diplomové práce je stanovit subjektivní hodnotu akciové společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ za pomoci vybraných výnosových metod oceňování. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2011 a bude sloužit pro interní potřeby managementu.

Teoretická část objasňuje hlavní pojmy a charakterizuje metodologické postupy, které souvisí s oceňováním podniku. Teoretická východiska literární rešerše jsou rozpracována a aplikována na konkrétní podnikatelský subjekt v další části. Praktická část představuje oceňovanou společnost, zahrnuje výsledky strategické a finanční analýzy a v konečné fázi i návrh ocenění.

Klíčová slova

Ocenění podniku, hodnota podniku, strategická analýza, finanční plán, generátory hodnoty, DCF entity, EVA, KČV

Abstract

The aim of this thesis is to define the subjective value of stock company VINSELEKT MICHLOVSKÝ by using selected yield methods of valuation. Valuation will be made to 1. January 2011 and will be used for internal needs of management.

The theoretical part explains the main concepts and describes the methodological approaches, related to the valuation of the company. Theoretical basis of literature search are developed and applied to specific business entity in the next section. The practical part is introducing the evaluated company, includes the results of the strategic and financial analysis and in the final stage also the suggestion of valuation.

Key words

Company valuation, enterprise value, strategic analysis, generators value, DCF entities, EVA, KČV

Bibliografická citace práce

OPLUŠTILOVÁ, L. *Ocenění podnikatelského subjektu*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 96 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušila autorského práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně, dne 20. května 2012

.....

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce, doc. Ing. Marku Zineckerovi, Ph.D., za jeho odborné vedení a čas věnovaný konzultacím. Rovněž děkuji vedení společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. za poskytnuté informace a materiály.

Také děkuji své rodině a blízkým za podporu, které se mi dostávalo po celou dobu mého studia.

Obsah

Úvod	10
1 Cíl práce a metodika	11
1.1 Cíl práce	11
1.2 Metodika	11
2 Literární rešerše	12
2.1 Základní pojmy pro oceňování podniku	12
2.1.1 Definice podniku	12
2.1.2 Hladina hodnoty podniku	12
2.1.3 Kategorie (standard) hodnoty	13
2.2 Právní úprava oceňování.....	14
2.3 Důvody pro ocenění.....	15
2.4 Postup při ocenění podniku	16
2.5 Strategická analýza	16
2.6 Finanční analýza	17
2.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	26
2.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	26
2.8.1 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	29
2.9 Sestavení finančního plánu	30
2.10 Základní metody pro oceňování podniku	30
2.10.1 Ocenění na základě analýzy výnosů	31
3 Analýzy problému a současné situace	38
3.1 Předmět ocenění, vymezení účelu, data a kategorie hodnoty	38
3.2 Charakteristika společnosti	38
3.3 Strategická analýza společnosti	40
3.3.1 Analýza vnějšího prostředí.....	40
3.3.2 Analýza vnitřního prostředí	50
3.3.3 SWOT analýza	54

3.4	Finanční analýza společnosti	55
3.4.1	Analýza absolutních ukazatelů	55
3.4.2	Analýza rozdílových ukazatelů	59
3.4.3	Analýza poměrových ukazatelů	60
3.4.4	Predikce finanční tísně	67
3.4.5	Spider analýza	69
4	Návrh ocenění podniku	71
4.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	71
4.2	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	72
4.2.1	Tržby	72
4.2.2	Provozní zisková marže	74
4.2.3	Pracovní kapitál.....	74
4.2.4	Náročnost na investice do dlouhodobého majetku.....	75
4.2.5	Kalkulovaná úroková míra	76
4.2.6	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnot	77
4.3	Sestavení finančního plánu	78
4.4	Návrh ocenění podniku	79
4.4.1	Ocenění podniku paušální metodou KČV	79
4.4.2	Ocenění podniku metodou DCF entity.....	80
4.4.3	Ocenění podniku metodou EVA.....	82
5	Diskuze výsledků	85
6	Závěr	87
7	Literatura	89
8	Seznam zkratk	93
	Seznam tabulek	94
	Seznam obrázků	95
	Přílohy	96

Úvod

„Lidé dnes znají cenu všeho, ale hodnotu ničeho.“

Oscar Wilde

Společnosti jako podnikatelské subjekty tvoří prvky ekonomického systému, který je neustále podrobován různým změnám vyplývajícím z trhu. Jako tomu bylo i v České republice v průběhu 90. let 20. století, kdy proběhla transformace z centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní a v souvislosti s tím i přeměna vlastnických vztahů.

Globalizace, jako proces změn dnešní doby, zasáhla společnosti i v České republice. Vstupem naší země do Evropské unie v roce 2004 se otevřela cesta tvrdé zahraniční konkurenci. Obstát v tomto prostředí mohou jen společnosti zdravé a prosperující, které naplňují primární cíl podnikání a tím je růst hodnoty podniku v časovém horizontu. Tématika oceňování navíc v současné hospodářské situaci nabývá na své hodnotě. Její opodstatnění můžeme spatřovat v případech, kdy dochází ke koupi, prodeji podniku, fúzi, splynutí, propojení podniků či při žádosti o úvěr, který je východiskem pro správné rozhodování vrcholového managementu.

Tímto rozsáhlým tématem se zabývá celá řada institucí. Mezi ně patří například vysoké školy, znalecké ústavy, banky a poradenské firmy, ale také samotní majitelé společností, kteří chtějí znát hodnotu podniku pouze informativně.

Stanovení hodnoty podniku znamená, že znalec stojí před velmi náročným úkolem, při němž musí nejprve řešit celou řadu úloh, než vyřkne konečnou hodnotu podniku. Tato hodnota je jistým odrazem dostupných znalostí o daném podniku v určitém čase, jenž má znalec k dispozici.

O oceňování můžeme mluvit jako o komplexním procesu, při němž aplikací zvolené metody dostaneme výslednou hodnotu daného podniku k určitému datu. Konečná hodnota se zpravidla sestavuje za pomoci využití více oceňovacích metod. Ty se dle odborné literatury dělí na metody: výnosové, tržní a majetkové. Nutné je však podotknout, že se jedná o subjektivní záležitost a každá oceňovací metoda přináší jiný finální výsledek. Proto se dá říci, že neexistuje pouze jediná „správná“ objektivní hodnota podniku.

1 Cíl práce a metodika

1.1 Cíl práce

Hlavním cílem diplomové práce je na základě vybraných výnosových metod oceňování stanovit ocenění podniku VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. Výstupem práce bude zjistit subjektivní hodnotu jejího vlastního kapitálu k 1. 1. 2011. Toto ocenění bude předloženo managementu společnosti a poslouží pro jeho interní potřeby.

Pro úspěšné naplnění vytyčeného cíle této práce je nutné splnit dílčí úlohy, přičemž každá z nich poskytne důležité informace ke stanovení výsledné hodnoty. Dílčími cíly je provedení analýzy vnějšího a vnitřního prostředí, tzv. strategické analýzy, zvoleného podniku. Dále je to posouzení finančního zdraví za pomoci nejužívanějších nástrojů.

1.2 Metodika

Předkládaná diplomová práce je tematicky rozdělena do částí: teoretické, analýzy současné situace a samotným návrhem ocenění.

Teoretická část objasňuje hlavní pojmy a charakterizuje metodologické postupy významných autorů, které souvisí s oceňováním podniku. Teoretická východiska literární rešerše jsou rozpracována a aplikována na konkrétní podnikatelský subjekt v další části.

V analýze současné situace je nejprve představena čtenáři analyzovaná společnost, její historie i současnost a složení produktového portfolia. Následně je provedena strategická analýza vnějšího prostředí za pomoci PESTE analýzy a Porterova modelu pěti konkurenčních sil, a prostředí vnitřního dle nástroje 7S firmy McKinsey. Strategickou analýzu uzavírá SWOT analýza, která definuje silné a slabé stránky podniku a možné příležitosti a hrozby. Vymezení relevantního trhu, predikce do budoucna a jeho atraktivita je samozřejmostí. Na tuto část navazuje zpracování finanční analýzy prostřednictvím rozboru absolutních, rozdílových, poměrových ukazatelů, bankrotních modelů a spider grafu. Samotný návrh ocenění podniku je proveden za pomoci tří v praxi nejvíce využívaných metod z kategorie metod výnosových. Metody diskontovaných peněžních toků (DCF), ekonomické přidané hodnoty (EVA) a paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

Jako stěžejní prameny pro tvorbu této diplomové práce byly užity odborné publikace zabývající se daným tématem, účetní výkazy společnosti a informace o daném prostředí z webových stránek.

2 Literární rešerše

2.1 Základní pojmy pro oceňování podniku

2.1.1 Definice podniku

Podnik je definován dle Obchodního zákoníku (35) jako soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.

Podnik je sám o sobě entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i v budoucnosti. (Kislingerová, 2001)

Při oceňování je nutno, aby na podnik bylo nahlíženo z ekonomického hlediska jako na funkční celek (nikoliv jen jako na právní subjekt), jehož smyslem je vytvářet zisk a zvyšovat tak tržní hodnotu. (Mařík, 2011)

2.1.2 Hladina hodnoty podniku

Podnik je možno oceňovat na různých hladinách (Mařík, 2011):

- *hodnota brutto* – tuto hodnotu považujeme za hodnotu podniku jako celku. Obsahuje hodnotu jak pro vlastníky společnosti, tak pro její věřitele.
- *hodnota netto* – dle této hodnoty chápeme ocenění na úrovni vlastníků firmy. V zásadě tedy stanovujeme hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Na základě odborné literatury se dají rozlišit zcela různé náhledy na hodnotu. Marek (2009) uvádí, že jde o individuální pohled na hodnotu, kterou vnímá investor (vlastník či zájemce) a o pohled, který je obecnější neboli tržní.

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedených (diskontovaných) na jejich současnou hodnotu. (Mařík, 2011)

„Hodnota podniku proto není totožná s cenou, jak je tomu obvykle u jiného zboží, hodnota a cena se rovnají jen výjimečně.“ (Kislingerová, 2001)

Definice těchto hladin můžeme naleznout i v Obchodním zákoníku (35), kde je vymezena v §6 odst. 1) hodnota brutto jako obchodní majetek. Hodnotu netto pak můžeme dále rovněž nalézt v §6 odst. 3) obchodního zákoníku, kde je označen čistý obchodní majetek. (Mařík, 2011)

2.1.3 Kategorie (standard) hodnoty

Při oceňování podniku rozeznáváme několik základních kategorií hodnoty. Tyto kategorie jsou důsledkem odpovědí na těchto několik dotazů (Mařík, 2011):

1. Kolik by byl ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, resp. jaké je tedy jeho **tržní ocenění**?
2. Jakou má podnik hodnotu z hlediska **konkrétního kupujícího**?
3. Jakou hodnotu lze považovat za **nespornou**?

Na základě těchto aspektů se postupem času zkonstruovaly tyto základní přístupy k oceňování podniku (Mařík, 2011):

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Definice tržní hodnoty

Tržní hodnotou se rozumí odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. (Mařík, 2011)

Tržní hodnota se musí vztahovat ke konkrétnímu datu ocenění, protože vliv času je v tržním systému velice důležitý. Tržní podmínky se totiž mohou velmi rychle měnit. Tržní hodnota zastupuje trhem uznanou použitelnost majetku spíše, než jeho fyzický stav. Tržní hodnotu je nutno chápat jako hodnotu majetku bez ohledu na náklady na prodej či nákup bez kompenzace jakýchkoliv souvisejících daní a poplatků. (Kislingerová, 2001)

Subjektivní (investiční) hodnota

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investor nebo třídu investor pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investor, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva.“ (Mařík, 2011)

Objektivizovaná hodnota

Snahou objektivizované hodnoty, je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění. Toto ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata. Majetek podniku je rozdělen na provozní část a na část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především provozně nezbytné části podniku a ostatní majetek je oceňován samostatně. Objektivizovaná metoda se používá tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, například při poskytování úvěru a při zjišťování současné reálné bonity podniku. (Mařík, 2011)

Kolínská škola

Tento poslední přístup je založen na postoji, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Za nejdůležitější význam považujeme to, že je jejím hlavním smyslem dát informace kupujícímu o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit, aniž by na transakci prodělal a dále také o minimální ceně, kterou ještě může prodávající akceptovat, aniž by na prodeji prodělal.

Kolínská škola vymezuje několik základních funkcí oceňování: funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a funkci daňovou. (Mařík, 2011)

2.2 Právní úprava oceňování

Na začátku je nutné poznamenat, že v České republice v současnosti neexistuje žádný zákon či právní předpis, který by byl při oceňování podniků obecně závazný. Nalézá se zde však řada dílčích předpisů, které může oceňovatel v případě potřeby uplatnit (Mařík, 2011):

1. České předpisy:

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky MF ČR – tento zákon je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních a správních poplatcích, zákona o dani dědické, darovací a z převodu nemovitostí. Obsahuje však jen minimum informace pro ocenění podniku jako celku, spíše je zaměřen na dílčí majetkové složky.
- Metodický pokyn ZNAL České národní banky – určen pouze pro oceňovatele podniků, kteří povinně překládají znalecké posudky ČNB.

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:

- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
 - Evropské oceňovací standardy (EVS)
3. *Národní standardy některých zemí:*
- Americké oceňovací standardy (US PAP)
 - Německý standard IDW S1

2.3 Důvody pro ocenění

Ocenění podniku je nutno znát při jeho prodeji či koupi, vstupu nových společníků, vypořádání s vystupujícím společníkem, fúzí, přeměně právní formy, dědictví, likvidaci, atd. Hodnota podniku, který pokračuje ve své činnosti, vychází z toho, že celková hodnota podniku není prostým součtem hodnot jednotlivých aktiv, ale že je dána užitekem, který podnik poskytuje svému majiteli. Užitekem jsou právě budoucí výnosy (zisky, cash flow), které podnik přinese. (Mařík, 2011)

Mařík (2011) ocenění podniku rozdělil do dvou skupin dle toho, zda souvisí nebo nesouvisí s vlastnickými změnami:

1. Ocenění související s vlastnickými změnami:
 - koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku;
 - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti;
 - ocenění v souvislosti s fúzí;
 - ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti;
 - ocenění v souvislosti s nabídkou nepřevzetí.

2. Ocenění nesouvisející s vlastnickými změnami:
 - změna právní formy společnosti;
 - ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru;
 - ocenění v souvislosti se sanací podniku.

2.4 Postup při ocenění podniku

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Finanční analýza
 - c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
3. Finanční plán
4. Ocenění podniku
 - a) Volba metody
 - b) Ocenění podle zvolených metod
 - c) Souhrnné ocenění (Mařík, 2011)

Jako základní stavební kameny ocenění definuje (Mařík, 2011) tyto dva faktory:

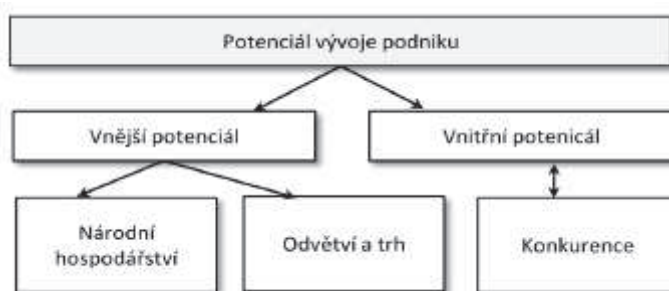
- *faktor času* – definuje hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva držiteli poplynou,
- *faktor rizika* – označení nejednoznačnosti budoucího vývoje. Riziko je tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného výsledku.

2.5 Strategická analýza

Pro vypracování kvalitního ocenění je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale také o prostředí, ve kterém podnik funguje, tedy o makroekonomickém prostředí (makroprostředí) a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří. Jedině tak si lze učinit správnou představu o fungování daného podniku. (Kislingerová, 2001) Cílem strategické analýzy tedy je označit, analyzovat a zhodnotit všechny významné faktory, o kterých se můžeme domnívat, že budou ovlivňovat konečný výběr cílů a strategie podniku. (Sedláčková, 2006)

Je žádoucí, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky. K těmto výsledkům by měly patřit odpovědi alespoň na tyto tři hlavní otázky (Mařík, 2011):

- Jaké jsou vyhlídky podniku v dlouhodobém horizontu?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- Jaké druhy rizik jsou v souvislosti s podnikem možné?



Obr. 1 Analýza vývoje potenciálu podniku (Mařík, 2011)

V rámci strategické analýzy je třeba podstoupit následující kroky (Marek, 2009):

1. Analýza vnějšího potenciálu:

- vymezit relevantní trh, na kterém podnik vystupuje,
- ohodnotit atraktivitu tohoto trhu,
- definovat faktory, které tento trh ovlivňují a posoudit jejich vývoj v minulosti a učinit predikci.

2. Analýza vnitřního potenciálu:

- určení hlavních konkurentů,
- uvážit individuální faktory konkurenční síly podniku v komparaci s konkurencí,
- odhad vývoje podílu na relevantním trhu.

Externí analýza má za úkol vyhodnotit faktory ekonomické, politické, sociální a technologické, které ovlivňují podnikatelské prostředí, a v konečném důsledku i samotnou organizaci. Toto prostředí se vyznačuje značnou proměnlivostí a je nutné neustále sledovat trendy a pružně na ně reagovat. (Neumaierová, 2005)

Analýza vnitřních zdrojů a schopností se orientuje k rozpoznání zdrojů a schopností podniku, kterými musí podnik disponovat, aby byl schopný reagovat na hrozby a příležitosti v jeho okolí. (Sedláčková, 2006)

2.6 Finanční analýza

Finanční analýzou se rozumí použití analytických nástrojů pro všeobecné účely účetní závěrky a souvisejících dat pro podporu manažerského rozhodování. Finanční analýza snižuje naši závislost na tušení, odhady, a intuici. To také snižuje naši nejistotu v rozhodování. (Wild, 2005)

Hlavním úkolem finanční analýzy je dle (Konečný, 2007) neustále vyhodnocovat ekonomickou situaci podniku a její vývoj, příčiny jejího stavu a vývoje, posuzovat vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti, připravit podklady pro opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, k zajištění další prosperity podniku, k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

Hlavní úkoly finanční analýzy můžeme shrnout do následujících oblastí:

- Ověření dosažených výsledků, kvantifikace příčin, které výsledky ovlivnily a hodnocení vzájemných souvislostí za účelem odhalení reálného finančního postavení podniku.
- Hledání rezerv v provozní i investiční činnosti podniku.
- Podklad pro tvorbu kvalitních a uskutečnitelných krátkodobých i dlouhodobých finančních plánů.

ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ

Horizontální analýza

Klade si za cíl změřit pohyby jednotlivých veličin a to absolutně a relativně a změřit jejich intenzitu. (Kislingerová, 2010)

Vzorce dle (Živělová, 2001):

$$\text{Absolutní změně} = \text{ukazatel}_t - \text{ukazatel}_{t-1} \quad (1)$$

$$\text{Relativní změně} = \text{absolutní změně} / \text{ukazatel}_{t-1} * 100(\%) \quad (2)$$

Vertikální analýza

Věnuje se vnitřní struktuře absolutních ukazatelů, někdy bývá označována jako analýza komponent. V podstatě se jedná o poměření jednotlivých položek účetních výkazů k celkové sumě aktiv nebo pasiv. (Růčková, 2007)

Procentní poměry bývají komparovány v čase, s plánem, mezi podniky, odvětvím či s normovanými (doporučenými) hodnotami. (Vochozka, 2011)

ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ

V literatuře bývají označovány též jako fondy finančních prostředků. Vyjadřují rozdíl dvou absolutních ukazatelů. (Živělová, 2001)

Čistý pracovní kapitál

ČPK jako indikátor krátkodobé solventnosti¹ (Neumaierová, 2005). „Čistý pracovní kapitál umožňuje oddělit v oběžných aktivech tu část peněžních prostředků, která slouží bezprostředně k úhradě finančních závazků, od té části, která je relativně volná a může být disponibilním finančním zdrojem.“ (Ručkova, 2007)

Vzorec dle (Vochozka, 2011):

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (3)$$

ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ (financial ratio)

Tato analýza (někdy také označována jako podílová) patří mezi nejvyužívanější a nejoblíbenější nástroje finanční analýzy kvůli svojí vysoké praktické univerzální použitelnosti. Poskytují nám záchytné body a příznaky souvisejících podmínek. (Wild, 2005)

Primárním nástrojem této analýzy je propočet a interpretace finančních poměrů. Finanční poměr lze získat vydělením kterékoliv položky nebo souboru položek z rozvahy, výsledovky a výkazu cash flow jinou položkou. (Černá, 1997)

Poměrové ukazatele lze rozdělit:

- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele zadluženosti
- Ukazatele likvidity

1. Ukazatele rentability (profitability ratios)

Rentabilita (též výnosnost vloženého kapitálu) patří k nejsledovanějším ukazatelům finanční analýzy. Zcela nejlépe vyjadřuje způsobilost společnosti dosahovat výnosů a jejich prostřednictvím plnit prvotní cíl podnikání v podobě maximalizace tržní hodnoty firmy. (Marek, 2009)

Rentabilita celkového vloženého kapitálu – (ROA)

Vzorec dle (Živělová, 2001):

¹ Solventnost = souvisí s finanční životaschopností firmy a její schopností krýt dlouhodobé závazky. (Wild, 2005)

$$ROA = \frac{Z + U * (1 - d)}{CA} \quad (4)$$

Rentabilita vlastního kapitálu – (ROE)

Vzorec dle (Vochozka, 2011):

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{VK} \quad (5)$$

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu – (ROCE)

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$ROCE = \frac{Z + U * (1 - d)}{DZ + VJ} \quad (6)$$

2. Ukazatele aktivity (aktivity ratios)

Své zastoupení mají zejména v oblasti řízení aktiv. Tyto ukazatele podávají informace o tom, jak podnik využívá jednotlivé složky majetku, jestli má k dispozici nevyužívané výrobní kapacity či je obrátkovost majetku příliš vysoká. Repräsentují jeden ze tří zásadních činitelů, které mají podstatný vliv jak na ukazatel ROA, tak ROE. (Kislingerová, 2010)

Obrat celkových aktiv

Vzorec dle (Kislingerová, 2010):

$$\text{Obrat } CA = \frac{T}{CA} \quad (7)$$

Obrat dlouhodobého hmotného majetku

Vzorec dle (Vochozka, 2011):

$$\text{Obrat } DHM = \frac{T}{DHM \text{ v } ZC} \quad (8)$$

Obrat stálých aktiv

Vzorec dle (Konečný, 2007):

$$\text{Obrat SA} = \frac{T}{SA} \quad (9)$$

Obrat zásob

Vzorec dle (Kislingerová, 2001):

$$\text{Obrat zásob} = \frac{T}{\text{zásoby}} \quad (10)$$

Doba obratu zásob

Vzorec dle (Růčková, 2007):

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{365}{\text{obrat zásob}} \quad (11)$$

Obrat pohledávek

Vzorec dle (Grünwald, 2004):

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{T}{\text{pohledávky}} \quad (12)$$

Doba obrat pohledávek

Vzorec dle (Grünwald, 2004):

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{365}{\text{obrat pohledávek}} \quad (13)$$

Doba obratu závazků

Vzorec dle (Grünwald, 2004):

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{T/365} \quad (14)$$

3. Ukazatele zadluženosti

Tyto ukazatelé měří, v jakém rozsahu podnik používá k financování svých aktivit dluh. (Synek, 2003) Využívání cizích zdrojů ovlivňuje jak výnosnost kapitá-

lu akcionářů, tak riziko podnikání. V současné době však není možné u větších společností financovat vše z vlastních prostředků. Ústředním motivem pro financování cizími zdroji je relativně nižší cena (díky daňovému štítu) v porovnání se zdroji vlastními. (Kislingerová, 2010)

Celková zadluženost

Vzorec dle (Valach, 1997):

$$\text{Celková zadluženost } t = \frac{CZ}{CA} * 100 (\%) \quad (15)$$

Dlouhodobá zadluženost

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$\text{Dlouhodobá zadluženost } t = \frac{DZ}{CA} * 100 (\%) \quad (16)$$

Krátkodobá zadluženost

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$\text{Krátkodobá zadluženost } t = \frac{KZ}{CA} * 100 (\%) \quad (17)$$

Míra samofinancování

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$\text{Míra samofinancování} = \frac{VJ}{CA} * 100 (\%) \quad (18)$$

Finanční páka

Vzorec dle (Konečný, 2007):

$$FP = \frac{CA}{VJ} \quad (19)$$

Dluh na vlastní jmění

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$DNVJ = \frac{CZ}{VJ} \quad (20)$$

Úrokové krytí

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{ZUD + \text{úroky}}{\text{celkové úroky}} \quad (21)$$

Ukazatel odkapitalizování

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$\text{Ukazatel podkapitalizování} = \frac{DZ + VJ}{SA} \quad (22)$$

4. Ukazatele likvidity² (liquidity ratios)

Charakterizují schopnost firmy dostát svým závazkům. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit (čítatel), tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel). Zabývají se nejlíkvidnější částí aktiv společnosti a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy. (Sedláček, 2001)

Běžná likvidity

Vzorec dle (Mařík, 2011):

$$BL = \frac{OA}{KZ} \quad (23)$$

Pohotová likvidity

Vzorec dle (Sedláček, 2001):

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ} \quad (24)$$

² Likvidita = momentální schopnost uhradit splatné závazky. Je měřítkem krátkodobé nebo okamžité solventnosti. (Valach, 1997)

Hotovostní likvidita

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{fin. majetek kr. povahy}}{KZ} \quad (25)$$

SOUHRNNÉ INDEXY HODNOCENÍ

Mezi tyto souhrnné indexy se řadí bonitními a bankrotními modely, mezi nimiž neexistuje jednoznačně vymezená hranice. Oba typy mají mnoho společného, zejména schopnost přiřadit firmě jeden výsledný hodnotící koeficient. Rozdíly jsou v účelu, ke kterému byly vytvořeny, a v datech, z nichž vychází. (Sedláček, 2001)

1. Bonitní modely

Bonitní modely jsou založeny na diagnostice finančního zdraví firmy, což znamená, že si kladou za cíl stanovit, zda se firma řadí mezi dobré či špatné firmy. Je proto zřejmé, že musí umožňovat srovnatelnost s jinými firmami. Jde o komparaci firem v rámci jednoho oboru podnikání. (Růčková, 2007) K této skupině modelů patří: Kralickův quicktest, Tamariho model, Argentino model a další. (Živělová, 2001)

2. Bankrotní modely

Tyto modely slouží k předpovědi finančních problémů společnosti nebo dokonce k předpovědi budoucího krachu. (Vochozka, 2011) K nejznámějším modelům patří: Beaverova profilová analýza, Altmanova analýza, Index IN a další.

Altmanův model (Z-skóre)

Z-skóre vychází z diskriminační analýzy uskutečněné profesorem Altmanem koncem 60. a v 80. letech u několika desítek zbankrotovaných a nebankrotovaných firem. Různě stanovil hranice pásem pro predikci finančního vývoje firmy. Z-skóre vyjadřuje finanční situaci firmy a je určitým doplňujícím faktorem při finanční analýze firmy. (Sedláček, 2001)

Vzorec dle (Marek, 2009):

$$Z - \text{skóre} = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 1,0 x_5 \quad (26)$$

x_1 = pracovní kapitál / CA
 x_2 = nerozdělený zisk / CA
 x_3 = zisk před zdaněním a úroky /CA
 x_4 = vlastní jmění / celkové závazky
 x_5 = tržby /CA

$Z > 2,99$ firma s dobrou finančně-ekonomickou situací
 $Z = 1,81 - 2,99$ firma s nevyhraněnou situací (tzv. šedá zóna)
 $Z < 1,81$ firma směřující k bankrotu

Index důvěryhodnosti podniku (index IN)

Pro podmínky České republiky sestavili finanční analytici I. a I. Neumaierovi tzv. index důvěryhodnosti českého podniku. Vyšli při jeho sestavování z českých účetních výkazů a zahrnuli zvláštnosti současné ekonomické situace v ČR. Model obsahuje šest vybraných ukazatelů, kterým jsou přiřazeny váhy. (Živělová, 2001)

Vzorec dle (Živělová, 2001):

$$IN = v_1 * x_1 + v_2 * x_2 + v_3 * x_3 + v_4 * x_4 + v_5 * x_5 - v_6 * x_6 \quad (27)$$

x_1 = CA / cizí zdroje
 x_2 = zisk před zdaněním a úroky / nákladové úroky
 x_3 = zisk před zdaněním a úroky /CA
 x_4 = výnosy celkem / CA
 x_5 = OA / krátkodobé závazky
 x_6 = závazky po lhůtě splatnosti /výnosy celkem

Váhy pro ČR:

$v_1 = 0,22, v_2 = 0,11, v_3 = 8,33, v_4 = 0,52, v_5 = 0,10, v_6 = -16,80$

Váhy pro potravinářství :

$v_1 = 0,26; v_2 = 0,11; v_3 = 4,99; v_4 = 0,33; v_5 = 0,10, v_6 = -17,38$

$IN > 2,0$ pevná, stabilní finanční situace
 $IN = 1,0 - 2,0$ neurčitá finanční situace
 $IN < 1,0$ špatná finanční situace

GRAFICKÁ ANALÝZA SPIDER GRAF

Tato analýza si získává stále větší oblibu, neboť umožňuje okamžité a přehledné vyhodnocení postavení určitého podniku v řadě ukazatelů vzhledem k odvětvovému průměru. Možné je však i srovnání s nejlepším (v odvětví nebo oboru) nebo konkurenčním podnikem. (Synek, 2003)

Spider analýza může dle Vochozky (2011) poskytnout odpovědi na celou řadu otázek, např.: „Vede si sledovaný podnik skutečně tak dobře, jak se uvádí ve výroční zprávě?“ či „Obstojí firma v konkurenci dalších domácích či zahraničních společností ze stejného odvětví?“

Zpravidla se užívá 16 poměrových ukazatelů a jejich vyjádření v procentech vůči odvětvovému průměru a ten se považuje za 100 %. Základem grafu jsou soustředěné kružnice, z nichž první od středu vyjadřuje odvětvové průměry, tj. 100 % hodnoty ukazatelů, další 200 % atd. Graf je rozdělen do čtyř kvadrantů, z nichž první zahrnuje ukazatele rentability, druhý ukazatele likvidity, třetí složení finančních zdrojů a čtvrtý ukazatele aktivity. V každém kvadrantu jsou čtyři paprsky, které vybíhají ze středu grafu. Na ně se nanášejí hodnoty ukazatelů hodnoceného podniku. Sousední hodnoty vyznačené na jednotlivých paprscích se spojí, čím se získá konečný spider graf. (Synek, 2003)

2.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pod označením provozně nutná aktiva, jsou myšlena aktiva, která slouží k základní podnikatelskému záměru společnosti.

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná má svůj důležitý význam při analýze tvorby hodnoty, jelikož nesprávně oceněná nepotřebných aktiv vede k ničení hodnoty. (Krabec, 2009)

Mezi položky nepotřebných aktiv řadí (Mařík, 2011) krátkodobý *finanční majetek* (hotovost, peníze na bankovních účtech, krátkodobé finanční papíry a podíly), *dlouhodobý finanční majetek* (podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem) a *ostatní provozně nepotřebná aktiva* (nemovitosti a pohledávky nesloužící k základnímu účelu podniku).

2.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Nejprve je nutné si osvětlit, co se rozumí pod samotným pojmem generátory hodnoty. „Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Ge-

nerátory hodnoty se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k oceňování podniku.“ (Mařík, 2011)

Obvykle se pracuje, při použití výnosových metod oceňování, s následujícími generátory (Mařík, 2011):

- tržby,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba existence podniku.

Tržby

Tento generátor je možné převzít z výsledků strategické analýzy, jelikož by měla obsahovat jak časovou řadu za minulé období, tak projekci budoucích tržeb. Tyto výsledky však nemusí být zcela konečné a lze je dodatečně korigovat kapacitními možnostmi společnosti. (Marek, 2009), (Mařík, 2011)

Provozní zisková marže

Za další významný generátor hodnot můžeme považovat provozní ziskovou marži, jež je definována poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní a celkových tržeb.

Vzorec dle (Mařík, 2011):

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{KPVHpZ}{\text{Tržby}} \quad (28)$$

Nejvhodnější je zpracovat dvě na sobě nezávislé prognózy ziskové marže označené jako *prognózu shora* a *prognózu zdola* a obě mezi sebou vzájemně sladovat. (Mařík, 2011)

Mezi základní faktory ovlivňující výši ziskové marže patří:

- konkurenční struktura, jež ovlivňuje podíl přidané hodnoty na výnosech,
- osobní náklady dané poměrem sil mezi firmou a jejími zaměstnanci,
- popřípadě ostatní provozní náklady.

Pracovní kapitál

Pracovní kapitál byl již představen ve finanční analýze jako jeden z představitelů rozdílových ukazatelů. Jedná se tedy o rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu.

Pro potřeby ocenění je nutné tento generátor hodnoty mírně modifikovat a to následujícími kroky (Mařík, 2011):

- od běžných aktiv budeme odečítat *neúročený cizí kapitál*, nikoliv *krátkodobý cizí kapitál*. V konečném výsledku odečítáme krátkodobé závazky namísto běžných bankovních úvěrů. Výpočet takto upraveného pracovního kapitálu je uveden níže:

$$\begin{aligned}
 & \text{Krátkodobý finanční majetek} \\
 & + \text{Zásoby} \\
 & + \text{Pohledávky} \\
 & - \text{Neúročené závazky} \\
 & + \text{Ostatní aktiva} \\
 & - \text{Ostatní pasiva} \\
 & = \text{pracovní kapitál}
 \end{aligned}$$

- Do výpočtu zahrnujeme všechny výše uvedené veličiny pouze v rozsahu provozně nutném, který je vyžadován pro základní podnikatelské zaměření podniku.

Náročnost na investice do dlouhodobého majetku

Posledním ze skupiny generátorů hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Tato analýza by nám měla dodat informace o dosavadní náročnosti na investice a to jak na dosavadní investice, tak na investice rozšiřující. Navázat by na ně měla opět samozřejmě projekce potřebných investic do dalších let. (Marek, 2009)

V odborných publikacích se uvádějí tři přístupy k plánování investiční náročnosti (Mařík, 2011):

1. **Globální přístup**, který je vhodný užít v případech, pokud investice do dlouhodobého majetku mají do jisté míry průběžný charakter. Zkoumáme koeficienty náročnosti růstu tržeb (k_{DMx}) a růstu zisku (k_{DMz}).

$$k_{DMx} = \frac{\Delta \text{provozně nutného } DM}{\Delta \text{tržeb}} \quad (29)$$

$$k_{DMz} = \frac{\Delta \text{ provozně nutného } DM}{\Delta \text{ korigované ho provozního zisku}} \quad (30)$$

2. **Přístup dle hlavních položek**, který je využitelný hlavně pro nadcházející léta a má pro oceňovatele nejlepší vypovídací hodnotu. Vychází ze skutečných podnikových výhledů.
3. **Přístup založený na odpisech**, jenž vychází z hypotéz, že investice pod úrovní odpisů, které jsou ještě třeba propočteny ze starých historických cen, budou u většiny podniků stěží stačit k dlouhodobé existenci nebo možnému růstu.

2.8.1 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Právě tyto generátory je možné využít k již prvnímu odhadu hodnoty společnosti, tzv. *předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty* za pomoci následujícího vzorce pro volné peněžní toky (Mařík, 2011):

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMx}) \quad (31)$$

kde:

X	velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,
g	tempo růstu tržeb,
r_{ZPx}	provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,
d	sazby daně z korigovaného výsledku hospodaření,
k_{WC}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
k_{DMx}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,
t	rok.

Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku lze využít tento vzorec (Mařík, 2011):

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMx})}{i_k - g} \quad (32)$$

kde:

i_k	kalkulovaná úroková míra
-------	--------------------------

2.9 Sestavení finančního plánu

Struktura finančního plánu odpovídá ve své podstatě struktuře účetních výkazů – výsledovky, rozvahy a výkazu o peněžních tocích. (Konečný, 2007) Na finanční plánování lze nahlížet jako na proces rozhodování podniku o rizicích, která jsou pro podnik zajímavá a v nichž spatřuje i určité příležitosti, dále o rizicích, která jsou pro podnik nezajímavá. (Kislingerová, 2010)

Úkolem finančního plánování je hlavně zkonkrétňovat a kvantifikovat finanční stabilitu (zajišťovat neustálou likviditu) a dostatečný zisk před zdaněním. (Konečný, 2007)

Z předešlého kroku, analýzy a prognózy generátorů hodnoty, jsou již naplánované důležité složky, které mají zásadní vliv na hodnotu podniku. Ty jsou stěžejní pro celý finanční plán a tvoří jeho základ. Je však nezbytné je doplnit o některé další části jako například plán financování, předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku či položky patřící k těm méně významným a nesouvisejícím s hlavní činností podniku. (Mařík, 2011)

2.10 Základní metody pro oceňování podniku

Metody oceňování Mařík (2011) rozděluje do tří skupin:

1. *Ocenění na základě analýzy výnosů*
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - Kombinované (korigované výnosové metody)
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. *Metody založené na analýze trhu*
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
3. *Ocenění na základě analýzy majetku*
 - Likvidační hodnota
 - Účetní hodnota na principu historických cen
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů

2.10.1 Ocenění na základě analýzy výnosů

Tyto metody vycházejí z toho, že hodnota hospodářského statku je určena současnou hodnotou budoucích výnosů plynoucích z tohoto statku. Budoucí výnosy jsou hlavně předpokládané Cash-flow. Jedná se především o diskontované Cash-flow (kladné i záporné). (Konečný, 2007)

METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW

Tato metoda je považována za základní výnosovou metodu a patří k modelům, které jsou nejvíce využívány především v anglosaských zemích. Samotné ocenění metou DCF je založeno zejména na finančním plánování. (Kislingerová, 2001)

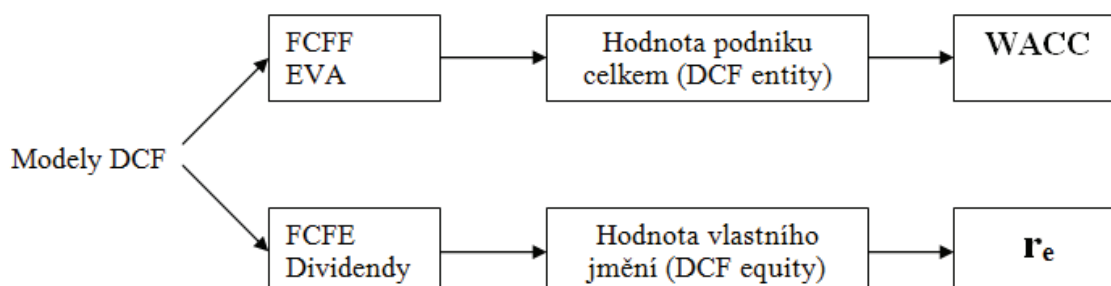
Mařík (2011) uvádí, že lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“ (angl. Entity approach), entity = jednotka, tedy označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“ (angl. Equity approach), equity = pracuje s vlastním kapitálem,
- metoda „APV“ (angl. Adjusted present value) – pracuje s upravenou současnou hodnotou.

„Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“, nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.“ (Mařík, 2011)

Metodu DCF v její výchozí podobě můžeme použít pouze pro případ, kdy není ohrožena dlouhodobá existence podniku. (Marek, 2009)

Výběr peněžního toku se odráží do vypovídací schopnosti konečné hodnoty, jak je vyobrazeno na obrázku č. 2.



Obr. 2 Modely DCF (Kislingerová, 2001)

FCF (free cash-flow) se definuje jako volné zdroje, vyprodukované aktivity a určené pro všechny majitele pasiv, tedy pro úhradu všech závazků věřitelů a podrozvahových závazků a následně i pro vyplácení odměny společníkům. (Neumaierová, 2005)

V této diplomové práci bude proveden výpočet právě prostřednictvím první metody, tedy DCF entity. Proto bude podrobněji přiblížen její postup výpočtu. Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou fázích. Nejprve se vyjde z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním se získá hodnota podniku jako celku. Od ní se pak v druhém kroku odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a obdrží se tak hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 2011)

Obecná základní rovnice pro volný peněžní tok FCFF se vypočte:

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + odpisy - investice - zm\u011bmprac.kapit\u00e1lu \quad (33)$$

Celková hodnota podniku se vypočítá na základě tohoto vzorce:

$$H_b = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} \quad (34)$$

Běžně se však počítá s tím, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Pro toto období je skoro nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Tento problém řeší standardní dvoufázová metoda. (Marek, 2009)

V praxi je **dvoufázová metoda** nejvíce využívána a velmi oblíbená. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se nazývá pokračující hodnota (Mařík, 2011).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (35)$$

Výpočet pokračující hodnoty dle Gordonova vzorce (Mařík, 2011):

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (36)$$

Diskontní míra pro metodu DCF

Významným prvkem ovlivňující výslednou hodnotu podniku, za použití modelů DCF, je diskontní míra. Diskontní míra u varianty DCF entity se sestavuje za pomoci průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). WACC pracuje jednak s úrokem (cenou za použití cizího kapitálu), a s požadovaným výnosem akcionářů. (Kislingerová, 2001)

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je následující (Mařík, 2011):

$$WACC = r_d * (1-t) * \frac{CK}{C} + r_e * \frac{VK}{C} \quad (37)$$

kde:

WACC	průměrné náklady na kapitál,
r_d	náklady na kapitál věřitelů, t daň z příjmu,
CK	tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku,
VK	vlastní kapitál,
C	celkový investovaný kapitál,
r_e	náklady na vlastní kapitál.

METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota (angl. Economic Value Addend = EVA) je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení a oceňování podniku. Ve své podstatě se jedná o ukazatel výkonnosti podniku, který zdolává nedostatky některých ukazatelů, jako například ukazatelů rentability. (Mařík, 2011)

EVA bývá považována za nástroj řízení podniku, které je zaměřeno na tvorbu a zvyšování jeho tržní hodnoty. (Mařík, Maříková, 2005) Hlavní myšlenkou ekonomické přidané hodnoty tedy je fakt, že investice vytváří svým investorům hodnotu pouze v tom případě, že její očekávaná výnosnost přesáhne její kapitálovou nákladovost. (Růčková, 2007)

Změřit lze tento ukazatel prostřednictvím následující rovnice (Kislingerová, 2001):

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (38)$$

kde:

NOPAT	provozní HV po zdanění,
WACC	vážené kapitálové náklady,
C	investovaný kapitál.

Daný výpočet ekonomické přidané hodnoty za rok t je pak možno provádět dvěma možnými způsoby, které však vždy poskytnou totožný výsledek (Mařík, 2011):

1. Pomocí vzorce nákladů na kapitál

Operační ekonomický zisk = Operační zisk – Celkový náklad na kapitál

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t \quad (39)$$

2. Pomocí vzorce hodnotového rozpětí

Operační ekonomický zisk = (Operační rentabilita – WACC)*Operační aktiva

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1} \quad (40)$$

EVA jako nástroj ocenění

Základní schéma výpočtu pomocí metody EVA je stejné jako u metody DCF (Mařík, Maříková, 2005):

$$\begin{aligned} & \text{Tržní hodnota operačních aktiv} \\ & + \text{Tržní hodnota neoperačních aktiv} \\ & - \text{Tržní hodnota úročených závazků} \\ & = \text{Tržní hodnota vlastního kapitálu} \end{aligned}$$

Mařík (2011) rovněž ve svých publikacích uvádí možnost uplatnění třech možných variant výpočtu, tj. EVA entity, equity a APV.

„Tržní přidaná hodnota (MVA) je současná hodnota budoucích EVA.“ (Mařík, Maříková, 2005) Nejvyužívanější, stejně jako u metody DCF, je metoda dvoufázová. Do druhé fáze je dosazena věčná renta až do nekonečného časového rozmezí. Výpočet výsledné hodnoty podniku je pak dán následujícím vzorcem (Mařík, Maříková, 2005):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (41)$$

← MVA →

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{t+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (42)$$

kde:

H_n	hodnota vlastního kapitálu podniku (netto hodnota).
EVA_t	EVA v roce t.
NOA_0	čistá operační aktiva podniku k datu ocenění.
NOA_{t-1}	čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t.
$NOPAT_0$	operační výsledek hospodaření po dani v roce t.
T	počet let explicitně plánovaných EVA.
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu.
D_0	hodnota úročených dluhů k datu ocenění.
A_0	ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění.

Vztah ocenění metodou EVA a metodou DCF

Při použití EVA a MVA je důležité, jaký je jejich vztah k obvyklým výnosovým metodám, a to hlavně k metodě diskontovaných peněžních toků (DCF). V zásadě jde o tradiční problém – jaký je vztah mezi oceněním na bázi peněžních toků a na bázi účetního výsledku hospodaření. Platí, že obě tyto metody by měly dát stejný výsledek, za předpokladu splnění těchto podmínek:

- u obou metod jsou užity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- je použit stejný zisk, tj. výpočet volných peněžních toků u metody DCF nevychází z účetního provozního zisku, ale z NOPAT,
- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA. (Mařík, 2011)

METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ (KČV)

Tato metoda byla vypracována a jeho hojně používána v německy mluvících zemích. Jádrem podstaty v této metodě jsou úrovně zisku za minulé období. Důležité je i to, že musí být u této metody předpoklad nekonečně dlouhé doby existence firmy. Metoda je metodou „netto“ (nebo equity), tedy výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu. Nutné je

poznámenat, že se rozlišují dvě základní varianty u této metody v závislosti na tom, v jakém pojetí jsou chápány právě tyto čisté výnosy. (Mařík, 2011)

Varianta 1

U této varianty je větší užití zejména v akademických kruzích a staví se na tom, že čistý výnos společnosti je určován dle rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Tato varianta je prakticky obdobou metody DCF equity popsanou výše. Nutností je však přezkoumat, zda tyto peněžní toky směřují pouze vlastníkům. (Mařík, 2011)

Varianta 2

Varianta zpracovaná institutem auditorů a její uplatnění je tedy praktičtější. Čistý výnos je v tomto případě vyvozen hlavně z upravených výsledků hospodaření, tedy z účetně chápaných výnosů a nákladů. Tento přístup zvyšuje přesnost zjištěné hodnoty podniku, neboť přesně odpovídá teoretickému rámci hodnoty (současné hodnoty budoucích čistých příjmů z tohoto aktiva). (Mařík, 2011)

Vlastní postup výpočtu u metody KČV

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku.
2. Prognóza budoucích čistých výnosů, výpočet finančních prostředků a korekce čistých výnosů.
3. Kalkulovaná úroková míra.
4. Výpočet výnosové hodnoty prostřednictvím analytické či paušální metody.

Vzhledem k odlišným vlastnostem od metody DCF entity bude v této práci použit výpočet hodnoty podniku pomocí paušální metody.

Paušální metoda se vyznačuje tím, že podstatou ocenění je výnosový potenciál firmy k datu ocenění. Zpravidla se nebere v potaz potenciál budoucího růstu a je zde předpoklad, že stávající potenciál bude možné udržet investicemi ve výši odpisů. Základem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu (TOVČ). (Mařík, 2011)

Vzorec dle (Mařík, 2011):

$$TOVČ = \frac{\sum_{t=1}^K q_t * \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (43)$$

kde:

- $\check{C}V_t$ minulé upravené čisté výnosy
 q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý rok
 k počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Je-li k dispozici odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, je možné určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podniku (H_b) pomocí vzorce pro věčnou rentu.

Vzorec dle (Mařík, 2011):

$$H_n = \frac{TOV\check{C}}{i_k} \quad (44)$$

kde:

- $TOV\check{C}$ trvale odnímatelný čistý výnos
 i_k kalkulovaná úroková míra

3 Analýzy problému a současné situace

3.1 Předmět ocenění, vymezení účelu, data a kategorie hodnoty

Předmětem ocenění je odhad subjektivní hodnoty společnosti VINSELEKT-MICHLOVSKÝ, a. s., jako podklad pro rozhodování managementu a pro jeho interní potřeby.

Ocenění bude provedeno k datu 1. 1. 2011.

3.2 Charakteristika společnosti

Obchodní jméno:	VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s.
Sídlo podniku:	Luční 858, Rakvice 691 03
Právní forma:	akciová společnost
Předmět činnosti dle CZ - NACE:	11.02 výroba vína z vinných hroznů
Datum vzniku:	4. února 2003
Počet zaměstnanců:	60
IČO:	26312999
DIČ:	CZ26312999
Zápis v OR:	Krajský soud v Brně, oddíl B, vložka 3866

Historie společnosti

Mladý podnik vznikl již v roce 1993, kdy byl subjektem fyzické osoby. Myšlenka vybudování nové moderní vinařské firmy vyvstala přibližně v roce 2000, kdy se majitel podniku rozhodl vytvořit s obchodním partnerem společnou firmu. Vznik společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. vzešel z projektu, který se těsně před realizací neuskutečnil, nedošlo tedy k propojení firem, ale podnik již od něho upustit nemohl.

Přechod na tuto právní formu nebyl vůbec jednoduchý. Vysoká počáteční investice (odkup vinic, budov, strojů, aj. od fyzické osoby) se kterou se podnik musí stále potýkat. Navíc se obchod s tuzemským vínem v této době téměř zastavil, neboť se začala objevovat zahraniční vína, která byla pro zákazníka poutavá exotičností z míst, odkud pocházela (jižní Afrika, Austrálie, Nový Zéland, aj.)

Základní kapitál společnosti se tedy skládá z jednoho 100 % podílu společníka, Doc. Ing. Miloše Michlovského, DrSc., který činí 65 700 000 Kč.

VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. je vlastníkem několika certifikátů (ISO 9001, EKO-KOM, HACCP, KLASA) a mnoha prestižních ocenění (např. VINAŘSTVÍ ROKU 2009, GRAND PRIX VINEX 2010, SALÓN VÍN 2010, aj.) (13)

VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. pěstuje vinnou révu na 112 ha vlastních vinic vedených podle pravidel integrované produkce. Vinohrady se rozkládají v nejteplejších oblastech jižní Moravy, v mikulovské a velkopavlovické podoblasti, zejména v okolí Pálavy, a to ve viničních tratích Purmice, Goldhamer, Věstoňsko, Na štrekách a Trkmansko. Pro révu příznivé slunné a teplé klima doplňuje pestrá škála půd na zpevněných i nezpevněných sedimentech.

Hospodaření v integrované produkci doplňuje 8,12 ha zařazených v systému bio v Břeclavi, Perné a v Klentnici.

V našich podmínkách můžeme považovat za zvláštnost projekt VINSELEKTU, jež hospodaří na 5,5 ha vinic v chilském údolí Maule Valley. Zdejší slunečné dny, noční vánky a skalistá struktura půdy dávají vzniknout jedinečným vínům.

Další hrozny společnost nakupuje od dlouhodobých smluvních dodavatelů, kteří dodržují sjednaná pravidla a pokyny. (27)

Výrobní portfolio

- **Premier** – jedná se o nejvyšší produkční řadu. Vína s výrazným rukopisem svého terroir. Jsou vyrobená z dokonale vyzrálých hroznů a co nejpřírodnějšími postupy lahvovaná bez filtrace.
- **Vinium Palaviense** – jde o originální přívlastková vína s kontrolovaným původem hroznů na vápenitých tratích Pálavy.
- **Chateau Dowina** – extraktivní přívlastková vína zrající ve francouzských dubových sudech typu barrique. Víno tak získává nenapodobitelný charakter, originální aromatické tóny a buketní látky, bohatou strukturu a plnost v chuti.
- **Passio Christi** – koruna z každé prodané lahve této řady směřuje na obnovu památek v jihomoravském kraji.
- **Další výrobní řady:** Harmony, Standard, Latitude 49, Crémant de Vinselekt, Bio vína a 100 % hroznové mošty, privátní archiv – určeno pro sběratele do soukromých archivů či vinoték. (34)

3.3 Strategická analýza společnosti

Při oceňování podniku je strategická analýza chápána jako velmi podstatná část této práce. Informace, která přináší, nám blíže přibližují prostředí, ve kterém se daný podnik pohybuje a co jej ovlivňuje.

V rámci vnějšího prostředí je vymezen relevantní trh, tržní podíl oceňovaného podniku a jeho předpokládaný vývoj do budoucna. Dále je zde provedena analýza PESTE a Porterův model konkurenčních sil. Vnitřní prostředí je popsáno dle modelu 7S firmy McKinsey. Výsledky souhrnně představuje SWOT analýza.

3.3.1 Analýza vnějšího prostředí

Charakteristika vinařského odvětví

V České republice vinaři obhospodařují celkem 16 686³ ha vinic, jenž náleží do určitých vinařských oblastí (25). Se změnou vinařského zákona došlo právě ke změnám názvů a počtu vinařských oblastí, podoblastí a vinařských obcí.



Obr. 3 Mapa vinařských oblastí ČR (32)

Na obrázku č. 3, je zobrazena mapa vinařských území ČR. Ty jsou rozděleny na dvě základní oblasti a těmi jsou vinařská oblast Morava a vinařská oblast Čechy. Vinařská oblast Morava se dále dělí do čtyř vinařských podoblastí:

- Znojemská podoblast,
- Mikulovská podoblast,
- Velkopavlovická podoblast,
- Slovácká podoblast.

Vinařská oblast Čechy se skládá z podoblasti Mělnické a Litoměřické. (33)

³ Stav k roku 2010

Následující tabulka č. 1 reflektuje vývoj plochy plodných vinic, sklizeň v jednotlivých letech a hektarový výnos.

Tab. 1 Vývoj plochy vinic, sklizně a výnosu v letech 2004 - 2010

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Plocha plodných vinic (ha)	12 967	14 247	15 519	17 008	16 302	16 089	15 991
Sklizeň (t)	69 733	62 597	57 635	99 030	98 323	68 737	45 923
Výnos (t/ha)	5,38	4,39	3,71	5,82	6,03	4,27	2,87

Zdroj: Zpracováno dle (22)

Vývoj spotřeby vína a hroznů v ČR

Stolní hrozny i víno jako produkt se v České republice těší stále větší oblibě. To lze nicméně vidět z tabulky č. 2, kde je zaznamenána průměrná spotřeba. Zatímco v roce 2004 byla spotřeba stolních hroznů na jednoho obyvatele 3,5 kg, v roce 2010 je to o celý jeden kilogram více. Spotřeba vína má dlouhodobě růstový charakter a do budoucna se předpokládá, že ještě vzroste.

Tab. 2 Vývoj roční spotřeby stolních hroznů a vína

Produkt	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stolní hrozny (kg/obyv.)	3,5	4,1	4,2	3,9	4,8	4,0	4,5
Vína celkem (l/obyv.)	16,5	16,8	17,2	18,5	18,5	18,7	20,0

Zdroj: Zpracováno dle (22)

MAKROPROSTŘEDÍ

Charakteristika tohoto prostředí je provedena za pomoci **PESTE analýzy**. Je to metoda, která přibližuje okolí firmy z následujících hledisek:

Politického a právního prostředí (P)

V souvislosti s touto oblastí můžeme hovořit o dvou rovinách. V té první rovině jsou to podmínky, jež nám nastavuje naše národní legislativa. Druhou rovinu představují podmínky a opatření, kterými je regulována oblast vinařství a vinohradnictví, vyplývající z členství v Evropské unie (od 1. 5. 2004).

Základ národního legislativního rámce v oblasti vinařství a vinohradnictví tvoří tyto zákony a vyhlášky:

- **Zákon č. 321/2004 Sb.**, o vinohradnictví a vinařství a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o vinohradnictví a vinařství), v platném znění,
- **Vyhláška č. 323/2004 Sb.**, kterou se provádějí některá ustanovení zákona o vinohradnictví a vinařství, platnost od 28. 5. 2004, v platném znění,

- **Vyhláška č. 254/2010 Sb.**, kterou se stanoví seznam vinařských podoblastí, vinařských obcí a viničních tratí. (22)

Z legislativy Evropské unie můžeme uvést např. tyto:

- **Nařízení Rady (ES) č. 1234/2007** ze dne 22. října 2007, kterým se stanoví společná organizace zemědělských trhů a zvláštní ustanovení pro některé zemědělské produkty („jednotné nařízení o společné organizaci trhů“), v platném znění, čili ve znění nařízení Rady (ES) č. 491/2009 ze dne 25. května 2009,
- **Nařízení Komise (ES) č. 436/2009** ze dne 26. května 2009, kterým se stanoví prováděcí pravidla k nařízení Rady (ES) č. 479/2008, pokud jde o registr vinic, povinná prohlášení a shromažďování údajů pro sledování trhu, průvodní doklady pro přepravu vinařských produktů a evidenční knihy vedené v odvětví vína,
- **Nařízení Komise (ES) č. 606/2009** ze dne 10. července 2009, kterým se stanoví některá prováděcí pravidla k nařízení Rady (ES) č. 479/2008, pokud jde o druhy výrobků z révy vinné, enologické postupy a omezení, která se na ně použijí. (31)

Ekonomického prostředí (E)

Ekonomické prostředí můžeme považovat za klíčovou část celé PESTE analýzy, neboť makroekonomické ukazatele ovlivňují hospodaření všech podnikatelských jednotek. Toto prostředí je stále dosti ovlivněno doznívající ekonomickou krizí z roku 2008.

Za nejdůležitější indikátory můžeme brát ty, jež jsou zaznamenány v tabulce č. 3.

Tab. 3 Makroekonomické údaje za období 2004 - 2010

Ukazatel v (%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HDP	4,7	6,8	7	5,7	3,1	-4,7	2,7
Míra nezaměstnanosti	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3
Míra inflace	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5

Zdroj: Zpracováno dle: (24)

Dynamiku hospodářského růstu zachycuje ukazatel HDP. Dle dostupných údajů, které jsou obsaženy v tabulce č. 3, vidíme, že vliv ekonomické krize se v České republice naplno projevil v roce 2009. V roce 2008 došlo k výraznému

zpomalení růstu na 3,1 %. Do té doby můžeme hodnotit výkonnost naší ekonomiky jako poměrně stabilní.

Setrvalý pokles byl zaznamenán u obecné míry nezaměstnanosti v období let 2004 – 2008, díky příznivému ekonomickému růstu. Vzhledem k již zmiňované hospodářské krizi se tento ukazatel v roce 2009 vyhoupl na 8,0 % a v roce 2010 dokonce až na 7,3 %.

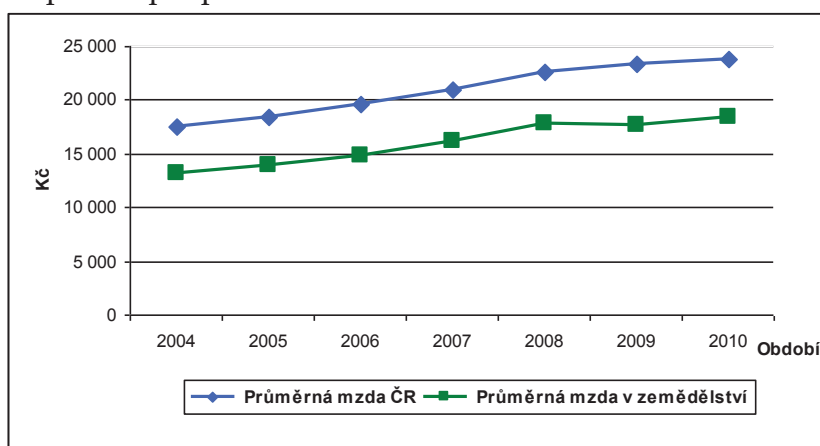
Vývoj míry inflace by se dal do roku 2008 označit za relativně stabilní. Avšak po tomto roce došlo k velkému nárůstu tohoto ukazatele na 6,3 %, který byl zapříčiněn především růstem spotřebitelských cen. Na tomto zvyšování se dále mohlo podílet i to, že došlo k navýšení základní sazby DPH z 5 % na 9 %. V roce 2009 však míra inflace naopak poklesla na nejnižší úroveň za sledované období. Růst cen by mohl ve vinařství způsobit i to, že poklesne poptávka po kvalitních vínech či to, že jej spotřebitel vymění za levnější substitut, např. pivo.

Tab. 4 Vývoj průměrných mezd v ČR a mezd v zemědělství

Ukazatel v (Kč)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Průměrná mzda ČR	17 466	18 344	19 546	20 957	22 592	23 344	23 797
Průměrná mzda v zemědělství	13 244	13 961	14 838	16 194	17 765	17 644	18 399

Zdroj: Zpracováno dle: (23)

Výše průměrné mzdy v České republice rok od roku roste, viz obrázek č. 4. Zatímco tento indikátor byl v roce 2004 na úrovni 17 466 Kč, v roce 2010 dosahuje již téměř 24 000 Kč. Průměrná mzda v sektoru zemědělství zaostává za celorepublikovým průměrem dosti citelně. Vždyť ani na konci roku 2010 se mzda v této sféře nepřehoupla přes 20 000 Kč.



Obr. 4 Vývoj průměr. mzdy a mzdy v zemědělství v ČR za léta 2004 - 2010

Sociálně-kulturního prostředí (S)

Do tohoto prostředí můžeme zahrnout celou řadu elementů, jež ovlivňují chování v tomto prostředí. Patří mezi ně sociální, demografické a kulturní faktory. Pro vybranou společnost jsou tyto faktory velmi důležité, neboť její výrobky jsou určeny pro obyvatele a ti mají stále rostoucí nároky na kvalitu produktů.

Zákazníci si v současnosti žádají produkty z oblasti bio, tedy bioprodukty vypěstované a vyrobené dle přísných pravidel ekologického zemědělství. Je to dáno zvyšováním příjmů a rostoucí životní úrovní obyvatel. Toto úzce souvisí i s posledním faktorem, jenž je ekologické prostředí.

Technicko-technologického prostředí (T)

Inovace a nové technologie můžeme brát jako klíčový faktor, který ovlivňuje konkurenceschopnost jednotlivých podniků. Modernizace zařízení vede jak k efektivnějšímu a ekologičtějšímu využívání zdrojů, tak má vliv na produktivitu práce či snižování nákladů při výrobě.

VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. má od roku 2004 k dispozici zcela nové výrobní provozy vybavené špičkovými vinařskými technologiemi i administrativním a sociálním zázemím. Také se zvýšila výrobní i skladovací schopnost podniku, která nyní činí přibližně 3 miliony litrů vína. K nejvýznamnějším součástí nových provozních prostor patří především kvasírna s propracovanou technologií řízeného kvašení a tanková hala, v níž se vína školí a zrají za přísně kontrolovaného technologického postupu. Za podpory Ministerstva zemědělství byla v roce 2007 pořízena nová plnicí linka. V roce 2009 společnosti provedla rozsáhlou investici v podobě přístavby expedičního skladu, provozní haly a modernizaci technologie výroby vína. Na výrobu navazuje nový klimatizovaný sklad se skladovací kapacitou 1 milion lahví, v němž vína dále dozrávají na lahvi a tříbí svůj buket, chuť a charakter. Technologie přitom zajišťuje, že v celém skladu je celoročně stálá teplota s maximálním výkyvem 0,5 °C. (26), (36)

Ekologického prostředí (E)

Do popředí zájmů se dostává trend, který klade obrovský důraz na ochranu životního prostředí. Firmy musejí dodržovat platné zákony dané legislativou ČR:

- Zákon č. 17/1992 Sb., o životním prostředí,
- Zákon č. 114/1992 Sb., o ochraně přírody a krajiny,
- Zákon č. 185/2001 Sb., o odpadech.

Šlechtitelský tým Vinselektu se snaží získat odolné odrůdy, které lze pěstovat s minimální, případně s žádnou, chemickou ochranou. Na vlastní šlechtění navazuje i způsob pěstování, který podporuje ekologické povědomí. Šetrné obdělávání půdy zamezující erozi doplňuje cílevědomá biologická ochrana vinic proti chorobám a škůdcům. Z nových odrůd se získávají hrozny určené k produkci přírodních BIO vín a BIO moštů bez chemické ochrany a konzervace. Od roku 1997 je šlechtitelská stanice VINSELEKT držitelem certifikát BIO-produkt ekologického zemědělství pro vína Malverina a Laurot. (27)

OBOROVÉ PROSTŘEDÍ - Porterův model konkurence v odvětví

Vyjednávací síla dodavatelů

Dodavatele, kteří zajišťují zásobování vinařských firem, můžeme rozdělit do dvou velkých skupin.

První skupina dodavatelů se zaměřuje na dodávky do úseku vinohradnictví. Jedná se především o dodavatele strojní mechanizace, nových sazenic vinné révy, postřiků a hnojiv a dalšího drobného materiálu (např. nářadí).

Druhá skupina dodavatelů zajišťuje prodej nejdůležitějších částí celého výrobního procesu. Mohou to být producenti hroznového vína či moštů, technologií, obalových materiálů a jejich komplementů. Společnost Vinselekt Michlovský, a. s., i přestože vlastní okolo 130 ha vinic, nakupuje další hrozny od dlouhodobých smluvních dodavatelů, kteří dodržují sjednaná pravidla a pokyny.

Jejich vyjednávací pozice se vyznačuje především ve zvyšování cen nebo ve snižování kvality nabízeného zboží či poskytovaných služeb.

Vyjednávací síla odběratelů

Filozofie podniku, díky níž vznikají vína s nezaměnitelným charakterem, otevřela Vinselektu Michlovský cestu k zákazníkům. Vína z produkce Vinselektu tak směřují především do vybraných hotelů a restaurací, specializovaných prodejen či vinoték a soukromých archivů. Vyjednávací schopnost zmíněných odběratelů není až tak výrazná. Vždy se jedná především o dohodu po předložení cenové nabídky. Zákazník si musí sám porovnat nabízenou cenu a záruku kvalitních výrobků. Klientům tato firma nabízí možnost nákupu prostřednictvím svých webových stránek na e-shopu firmy nebo také v příjemné vinotéce, jež je součástí podniku v Rakvicích.

Silný vyjednávací vliv mají pak zejména obchodní řetězce. Právě zhruba polovina výrobků firmy se prodává prostřednictvím velkých obchodních řetězců, a tak jsou k dostání po celé České republice. Pro podnik jsou to významní zákazníci, a pokud by došlo k ukončení spolupráce, mohlo by to vést až k finančním potížím podniku. Během roku 2010 došlo k přiosazení boje mezi

obchodními řetězci, k jejich další expanzi a to vedlo ještě k většímu tlaku na ceny. Mezi největší odběratele firmy řadíme tyto: Tesco Stores SR a. s., MAKRO Cash & Carry ČR s. r. o., BILLA spol. s r. o.

Vyjednávací síla konkurentů

Konkurence na trhu vína, tak jako jinde, se neustále zvyšuje. Proto je nutné, aby firma přistupovala k zavádění nových technologií, což může být její konkurenční výhoda, a tím také snižovala své náklady na provoz. V odvětví vinařství se nalézají celá řada firem, jež se zaměřují na pěstování révy vinné a výrobu vína, a z toho důvodu se dá hovořit i o cenové konkurenci mezi těmito firmami. Vyjednávací síla konkurentů se v tomto odvětví dá považovat za velmi vysokou. Za přední konkurenty analyzované společnosti lze označit tyto:

- **Bohemia Sekt, a. s.,**
- **ZNOVÍN ZNOJMO, a. s.,**
- **Vinné sklepy Valtice, a. s.,**
- **VINIUM, a. s.**

Možnost vstupu nových konkurentů

Vstup nových firem do tohoto odvětví doprovází až příliš mnoho bariér, a proto můžeme hrozbu ze strany nových potencionálních konkurentů označit za poměrně nízkou. Mezi významné bariéry vstupu na tento trh patří jednoznačně legislativa upravující tuto oblast (národní a zejména legislativa EU), která reguluje výsadbu nových vinic. Dále zpřísňuje pravidla pro pěstování vinné révy a samotnou výrobu vína. Další významný faktor, který můžeme označit jako bariéru vstupu, je kapitálová náročnost. Investice do výrobního zařízení, nákup zemědělské půdy, zázemí pro podnik a samotná propagace na získání nových zákazníků, je až příliš vysoká.

Substituty

Substituty vína můžeme rozčlenit na veškeré alkoholické nápoje, ale též i nápoje nealkoholické. Obyvatelstvo se stále více zaměřuje na zdravý životní styl, a tím roste i spotřeba nealkoholických nápojů. Mezi alkoholické substituty vína řadíme především pivo a lihoviny (destiláty, likéry, aj.). I přestože byl v posledních letech zaznamenán klesající trend, ve spotřebě piva náš národ krájuje a řadíme se mezi ty největší konzumenty na světě (se spotřebou okolo 140 l /obyv.).

Vymezení relevantního trhu a jeho prognóza do budoucnosti

Nepostradatelnou částí strategické analýzy je vymezení pole působnosti daného podniku, tzn. trhu, který obsluhuje. Nyní se tedy budu zabývat vymezením relevantního trhu a jeho pravděpodobnou předpovědí do budoucích let.

V případě oceňovaného podniku se jako relevantní trh nabízí celé území České republiky, tedy trh celostátní. Společnost se svým oborem podnikání spadá dle klasifikace CZ-NACE do třídy 11.02 Výroba vína z vinných hroznů.

K určení odhadu o velikosti relevantního trhu bylo vycházeno z dat ČSÚ (průměrná spotřeba a cena vína, počet obyvatel ČR). Za ovlivňující faktory vývoje tohoto trhu lze považovat tyto: demografický vývoj obyvatelstva ČR, koupěschopnost, nákupní zvyklosti a ekonomický vývoj (inflace, cena výrobku).

Tab. 5 Vymezení relevantního trhu

Rok	Spotřeba vína per capita v litrech	Průměrná cena za Kč/l	Počet obyvatel ČR	Věcné vymezení trhu ČR v mil. Kč
2003	16,3	30,90	10 201 651	5 138
2004	16,5	31,17	10 206 923	5 249
2005	16,8	30,42	10 234 092	5 230
2006	17,2	31,36	10 266 646	5 538
2007	18,5	30,90	10 322 689	5 901
2008	18,5	32,34	10 429 692	6 240
2009	18,7	33,40	10 491 492	6 553
2010	20,0	33,70	10 517 247	7 089

Zdroj: Vlastní výpočty dle ČSÚ

V této práci bylo užito k odhadu budoucích hodnot relevantního trhu spojnice trendu polynomického typu 2. stupně s indexem determinace $R^2 = 0,9928$. To znamená, že 99,28 % modelu je vysvětleno danou regresí. Výsledním proložení bylo získána rovnice tvaru:

$$y = 34,443x^2 - 29,49x + 5 121,7$$

Tab. 6 Prognóza relevantního trhu

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
t	9	10	11	12	13
Relevantní trh ČR v mil. Kč.	7 646	8 271	8 965	9 727	10 560

Zdroj: Vlastní výpočty

Analýza a prognóza tržního podílu

Tržní podíl společnosti se v analyzovaných letech pohyboval v rozmezí 1,3 % až 1,9 %. Nejnižšího podílu bylo dosaženo v roce 2005, kdy se celkové tržby pohybovaly okolo 68 mil. Kč. Z níže uvedené tabulky č. 7 plyne, že tento trh bude mít převážně rostoucí charakter. Výjimku tvoří pouze rok 2015, kdy dojde v důsledku většího nárůstu v roce 2014, ke snížení.

Tab. 7 Analýza a prognóza tržního podílu

Rok	Relevantní trh v mil. Kč	Růst trhu	Tržní podíl	Tempo růstu tržeb	Tržby v mil. Kč
2003	5 138	x	1,6%	x	84,7
2004	5 249	2,2%	1,7%	3,4%	87,6
2005	5 230	-0,4%	1,3%	-22,4%	68,0
2006	5 538	5,9%	1,5%	22,4%	83,2
2007	5 901	6,6%	1,9%	35,0%	112,3
2008	6 240	5,7%	1,7%	-6,7%	104,8
2009	6 553	5,0%	1,6%	-0,5%	104,3
2010	7 089	8,2%	1,6%	10,5%	115,3
2011	7 646	7,9%	1,6%	6,1%	122,3
2012	8 271	8,2%	1,5%	1,4%	124,1
2013	8 965	8,4%	1,5%	8,4%	134,5
2014	9 727	8,5%	1,6%	15,7%	155,6
2015	10 560	8,6%	1,4%	-5,0%	147,8

Zdroj: Vlastní výpočty

Analýza atraktivity trhu

Po stanovení relevantního trhu je také nutné ohodnotit, jak lákavý je trh, na kterém firma působí. Atraktivita vinařského trhu byla posuzována na základě devíti kritérií, jejichž vyhodnocení bude mít váhu pro stanovení určitého odhadu v oblasti růstu tržeb. Každému kritériu byla přiřazena váha v intervalu od 1 do 3 dle důležitosti a vlivu. Bodové hodnocení je poté v rozsahu od 0 do 6. Seřazení tohoto hodnocení bylo provedeno na základě konzultace s odborníkem z oboru vinařství.

Tab. 8 Atraktivita vinařského trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Body	Váha × Body	
		Negativní		Průměr		Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5			6
Růst trhu	2					x			4	8
Velikost trhu	2			x					2	4
Intenzita konkurence	3				x				3	9
Průměrná rentabilita	2				x				3	6
Bariéry vstupu	2				x				3	6
Možnosti substituce	2				x				3	6
Citlivost na konjunkturu	1					x			4	4
Struktura zákazníků	2				x				3	6
Vlivy prostředí	2					x			4	8
Celkem	18									57

Maximální počet bodů:	108
Dosažený počet bodů:	57
Hodnocení:	53%

Zdroj: Zpracováno dle (Mařík, 2011)

Atraktivita vinařského trhu vyšla dle tabulky č. 53 %, jedná se tedy o mírně nadprůměrné hodnocení.

Nejvýznamnější účinek se dá přisoudit, díky pozitivnímu hodnocení, růstu do budoucna, hlavně ke stále se rozvíjejícím technologiím při výrobě vína a šlechtění nových odolnějších odrůd vinné révy.

Situační analýza vnějšího prostředí

Příležitosti:

- možnost získání státní podpory od Ministerstva zemědělství či dotace z EU,
- příliv zahraničních zákazníků,
- zvyšující se životní úroveň obyvatel České republiky,
- rozvoj agroturistiky a cykloturistiky,
- možnosti prodeje produktů na nové trhy v rámci EU,
- rozmach nových a moderních technologií umožňující růst produktivity práce a snižování provozních nákladů společnosti,
- rostoucí spotřeba vína,
- stále se zvyšující zájem zákazníků po bioproduktech a biopotravinách.

Hrozby:

- klimatická a hydrologická situace,
- choroby a škůdci vinné révy,
- vysoká konkurence v odvětví a to jak ze strany tuzemských producentů, tak výrobců z EU
- nepříznivý vývoj makroekonomických indikátorů v souvislosti s doznívající ekonomickou krizí,
- růst cen vstupů a energií,
- substituty,
- omezení výsadby nových vinic - legislativní otázka,
- silná vyjednávací schopnost obchodních řetězců.

3.3.2 Analýza vnitřního prostředí

Vnitřní prostředí je analyzováno prostřednictvím modelu 7S a následně je provedena situační analýza.

Model 7S

Za pomoci tohoto modelu je identifikováno a určeno 7 základních faktorů ovlivňující prostředí tohoto vinařského podniku.

Strategie - v oblasti strategií je podnik orientován především na náročného zákazníka a snaží se jej oslovit vysokou kvalitou vyráběných jakostních vín. Snaží se být průkopníkem a inovátorem nových a někdy i riskantních revolučních postupů. Inovace a kreativita je na prvním místě a je vnášena do plánů podniku. Mezi výhledové strategie můžeme zařadit to, že by si firma ráda udržela stávající dlouhodobé odběratele a rozšířila síť obchodních řetězců, které od ní odebírají produkty. Společnost dále plánuje zvýšení prodeje prostřednictvím exportu na Slovensko a případně i do severských zemí.

Struktura - organizační struktura společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. je uvedena v příloze I. Statutárními orgány jsou představenstvo, které je složeno z generálního ředitele firmy a řediteli jednotlivých úseků, a dále dozorčí radou. Nejvyšším orgánem je valná hromada, jež volí a odvolává členy dozorčí rady. Společnost je rozdělena podle jednotlivých činností na následující části:

- Obchodní úsek,
- Ekonomicko-finanční úsek,

- Výrobní úsek,
- QMS,
- Agronomický úsek.

Systémy řízení - společnost je řízena prostřednictvím generálního ředitele, který je zároveň 100 %-ním vlastníkem firmy.

Styl vedení - společnost uplatňuje demokratický styl vedení. Z organizační struktury plyne, že na řízení společnosti se podílí více osob. Vzájemná kooperace majitele firmy s ostatními zaměstnanci je nezbytným předpokladem úspěchu. Jsou vítány jakékoliv připomínky, inovativní myšlenky a nové náhledy na danou problematiku od všech zaměstnanců.

Spolupracovníci – management a ostatní zaměstnanci

Předseda představenstva: doc. Ing. Michlovský, CSc.

Členové představenstva: Miroslav Majer, Lubomír Kudelňák

Členové dozorčí rady: Ing. Milada Dandová, Ing. Lenka Michlovská, Mgr. Petr Knap.

K datu ocenění je aktuální průměrný počet zaměstnanců 60. Vývoj počtu zaměstnanců je přehledně sestaven v následující tabulce č. 9. Důležitým předpokladem pro perspektivní růst společnosti je také kvalifikovaný personál. Proto je neustále nutné zvyšování a prohlubování kvalifikace a jejich následné přezkoušení či proškolení.

Tab. 9 Průměrný počet zaměstnanců firmy

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Průměrný počet zaměstnanců	60	50	50	52	57	57	60
z toho počet řídicích zaměstnanců	5	4	4	4	4	3	4

Zdroj: Zpracováno dle (36)

Schopnosti - schopnosti vedoucích pracovníků jsou ve firmě nepostradatelné. A není tomu nikterak ani u této firmy. Vlastník společnosti se již léta profesně věnuje šlechtění révy vinné. Vzniku společnosti předcházela tedy více než třicetiletá cesta majitele profesionálním vinařským světem. Pan Michlovský je rovněž průkopníkem a propagátorem biologického pěstování révy vinné v podmínkách ČR.

Sdílené hodnoty - společnost si klade za cíl vyrábět a prodávat kvalitní jakostní vína a tím přispívat k budování dobrého jména společnosti. Dalším významným úkolem je udržení se na vrcholu mezi výrobci tichých vín, stále zlepšovat jejich kvalitu a umístění na významných domácích a zahraničních vinař-

ských soutěžích. Vinařská filozofie podniku je založena na harmonické spolupráci přátelského vztahu k přírodě, hlubokého vyznání tradičních hodnot a neodmyslitelného pokroku ve vývoji špičkových a také inovačních technologií. Společnost vsadila na citlivou péči o vinice, dlouholeté zkušenosti, precizní zpracování hroznů a využití nejmodernějších technologií.

Situační analýza vnitřního prostředí

Silné stránky:

- výběr kvalifikovaného personálu a jeho nízká fluktuace,
- dobré jméno tohoto vinařství spjato s odborným vzděláním majitele firmy,
- výroba vysoce jakostních vín,
- účast firmy na domácích i zahraničních výstavách a veletrzích,
- významná ocenění ze soutěží,
- modernizované výrobní a strojní vybavení,
- zaměření na ekologické zemědělství,
- držitel certifikátu jakosti ISO 9001, EKO-KOM, HACCP, KLASA,
- vlastní vinice,
- provoz webových stránek a e-shopu,
- dostupnost kompletního sortimentu ve vlastní vinotéce v prostorách firmy,
- dárková balení,
- vlastní šlechtitelská stanice,
- výhodná poloha společnosti - nachází ve známé vinařské oblasti,
- v případě zájmu pořádní exkurzí s odborným výkladem a následnou degustací vybraných vín.

Slabé stránky:

- nízká intenzita reklamy,
- velká vázanost na trh obchodních řetězců,
- nízký export,
- různorodá kvalita vinic,
- nákup hroznů od dodavatelů.

Konkurenční síla podniku

Tabulka č. 10 uvádí souhrnnou konkurenční sílu společnosti. Jsou zde zaneseny faktory (přímé a nepřímé), které charakterizují oceňovaný podnik. Z tohoto pohledu bylo dosaženo výsledného subjektivního hodnocení 41 bodů z celkových možných 66 a firma získala 62 %. To řadí daný podnik do velmi dobrého postavení a lze přepokládat, že se toto hodnocení projeví na vývoji jejího tržního podílu. Nejvyšší hodnocení bylo přiděleno faktorům kvalita výrobků, cenová úroveň, majetek a investice. Dalo by se říci, že konkurence má nad firmou převahu pouze v oblasti intenzity reklamy, a proto by bylo vhodné investovat část finančních prostředků do propagace.

Tab. 10 Souhrnná konkurenční síla podniku

Kritérium		Bodové hodnocení						
		Převaha konkurence			Průměr	Převaha podniku		
		0	1	2		3	4	5
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků						X	
	2 Cenová úroveň						X	
	3 Intenzita reklamy			X				
	4 Výhoda místa					X		
	5 Výhody distribuce				X			
	6 Image firmy					X		
Nepřímé faktory	7 Kvalita managementu				X			
	8 Výkonný personál				X			
	9 Inovace					X		
	10 Majetek a investice						X	
	11 Finanční situace				X			
Četnost bodů		0	0	1	4	3	3	0
Body x četnost		0	0	2	12	12	15	0

Maximální možný počet bodů:	66
Získaný počet bodů:	41
Získané body/maximum:	62%

Zdroj: Zpracováno dle (Mařík, 2011)

3.3.3 SWOT analýza

Na základě provedené situační analýzy vnitřního a vnějšího prostředí, byla provedena SWOT analýza. Ta souhrnně zachycuje silné a slabé stránky podniku a dále příležitosti a hrozby, kterým musí firma čelit.

Tab. 11 SWOT analýza

Faktory vnitřního prostředí	
SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
<ul style="list-style-type: none"> ❖ dobré jméno vinařství ❖ výroba vysoce jakostních vín ❖ významná ocenění ze soutěží ❖ modernizované vybavení ❖ zaměření na ekolog. zemědělství ❖ držitel certifikátů jakosti ❖ webové stránky a e-shop ❖ vlastní vinotéka ❖ vlastní šlechtitelská stanice ❖ pořádání exkurzí 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ nízká intenzita reklamy ❖ nízký podíl exportu ❖ velká vázanost na obchod. řetězce ❖ nákup hroznů od dodavatel ❖ různorodá kvalita vinic
Faktory vnějšího prostředí	
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
<ul style="list-style-type: none"> ❖ možnost získat podporu od Mze či dotace z EU ❖ příliv zahraničních zákazníků ❖ zvyšuje se živ. úroveň obyvatel ČR ❖ rozvoj agroturistiky a cykloturistiky ❖ možnost expanze na trhy EU ❖ rozmach nových technologií ❖ rostoucí spotřeba vína ❖ zvyšuje se zájem o bioprodukty ❖ tradice, region 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ silná vyjednávací pozice obchodních řetězců ❖ škůdci a choroby ❖ vysoká konkurence ❖ růst cen vstupů a energií ❖ substituty ❖ omezení výsadby nových vinic ❖ klimatické podmínky

Zdroj: Vlastní zpracování

3.4 Finanční analýza společnosti

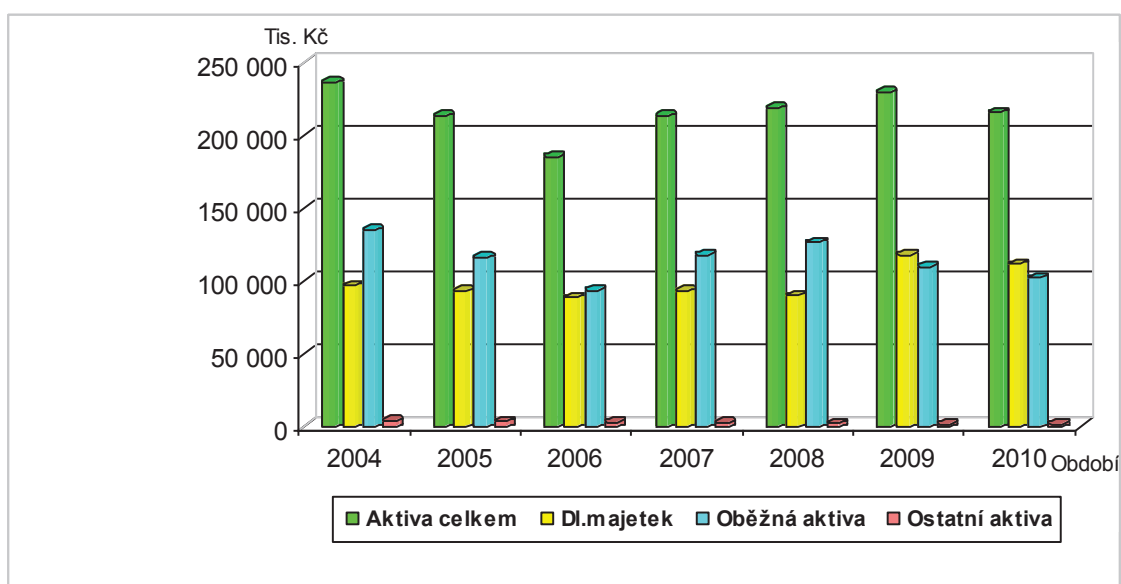
Následující část se bude zabývat rozбором finančního zdraví oceňovaného podniku v letech 2004 – 2010. Pro zpracování byly použity účetní výkazy (rozhava a výkaz zisku a ztráty) a přílohy k účetní závěrce společnosti.

Kompletní tabulky k finanční analýze jsou uvedeny v příloze č. 4 - 8.

3.4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální analýza rozvahy

V analyzovaném období lze z obrázku č. 5 spatřit, že celková aktiva znamenala výraznější kolísání. V roce 2006 se propadla nejmarkantněji až na hodnotu 185 357 tis. Kč (relativně o více jak 13 %). Způsobil to pokles oběžných aktiv, především pak zásob. Od tohoto roku je tendence celkových aktiv opět růstová, výjimku tvoří pouze rok poslední (2010).



Obr. 5 Vývoj aktiv společnosti v letech 2004 - 2010

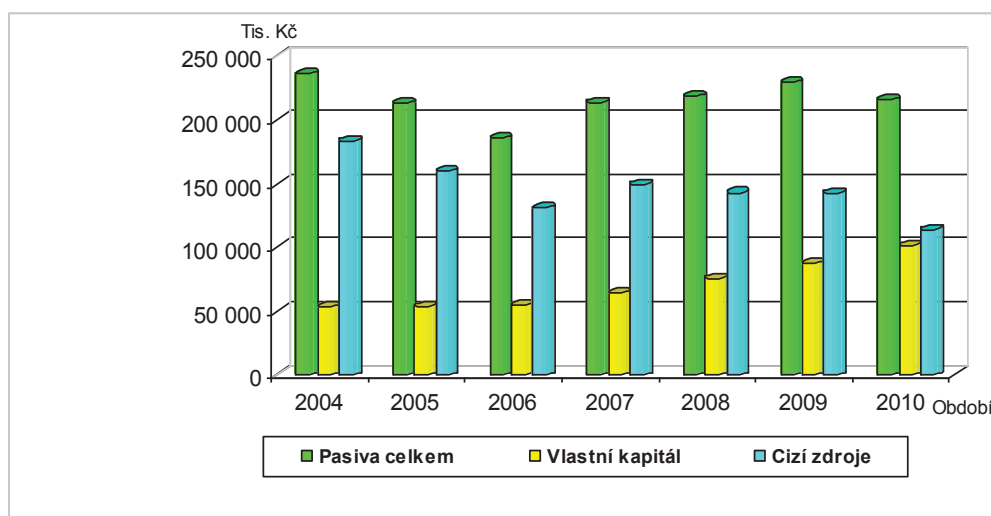
Stálá aktiva – u této komponenty je zaznamenána skoro po celou dobu klesající tendence. Nejvýraznější pokles byl zachycen mezi lety 2005 až 2006, a to o 4 347 tis. Kč. Vývoj stálých aktiv je nejvíce zasažen snížením DHM. Růst lze pozorovat pouze v letech 2007 a 2009. V roce 2007 došlo ke zvýšení DHM o 5,15 % - hlavně díky pořízení samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí.

Oběžná aktiva - mají trend rovněž velmi kolísavý jako aktiva stálá. Oběžná aktiva dosáhla nejnižší úrovně v roce 2006, a to 93 315 tis. Kč. Lze tento stav vidět na obrázku č. 5. Na tomto poklesu se nejvíce podílely zásoby a to částkou 27 678 tis. Kč (rel. 27,29 %) a rovněž snížení nedokončené výroby a polotovarů o

29,27 %. V posledním roce je stav oběžných aktiv 101 939 tis. Kč. Další významnou položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky, jelikož mohou být velmi rychle zdrojem financí. Tato složka oběžných aktiv vykazuje nepřetržitý růst až na konečný 21 374 tis. Kč. Platební morálka odběratelů se tedy zhoršuje. Krátkodobý finanční majetek zaznamenal na přelomu let 2004 až 2005 ohromný pokles o téměř jak 90 %, kdy došlo k odčerpání finančních prostředků z bankovních účtů. Stav krátkodobého finančního majetku byl nejnižší v roce 2009 a to pouhých 725 tis. Kč.

Ostatní aktiva - tato položka je tvořena pouze náklady příštích období. Společnost má pronajatý majetek (osobní automobily) formou finančního pronájmu na období více let. V analyzovaných letech dochází k jejich pozvolnému zmenšování. Stav v roce 2004 byl ve výši 4 268 tis. Kč a v roce 2010 už pouze 1 852 tis. Kč.

Vývoj celkových pasiv kopíruje vývoj celkových aktiv, neboť musí platit, že se tyto dvě strany rozvahy rovnají. Na počátku analyzovaného období měli na vývoji celkových pasiv nejpodstatnější vliv cizí zdroje, na konci roku 2010 podnik své zatížení cizími zdroji podstatně snížil.



Obr. 6 Vývoj pasiv společnosti v letech 2004 - 2010

Vlastní kapitál - jeho vývoj musíme bezpochyby hodnotit velmi příznivě. Vykazuje ve sledovaném období pravidelný růst. V roce 2004 dosahoval hodnoty 52 788 tis. Kč a v roce 2010 již 101 488 tis. Kč. Meziročně k největšímu nárůstu VK dochází v roce 2007, a to o více jak 17 %. Způsobilo to náhlé zvýšením hodnoty výsledku hospodaření běžného účetního období. Vlastní kapitál je tvořen

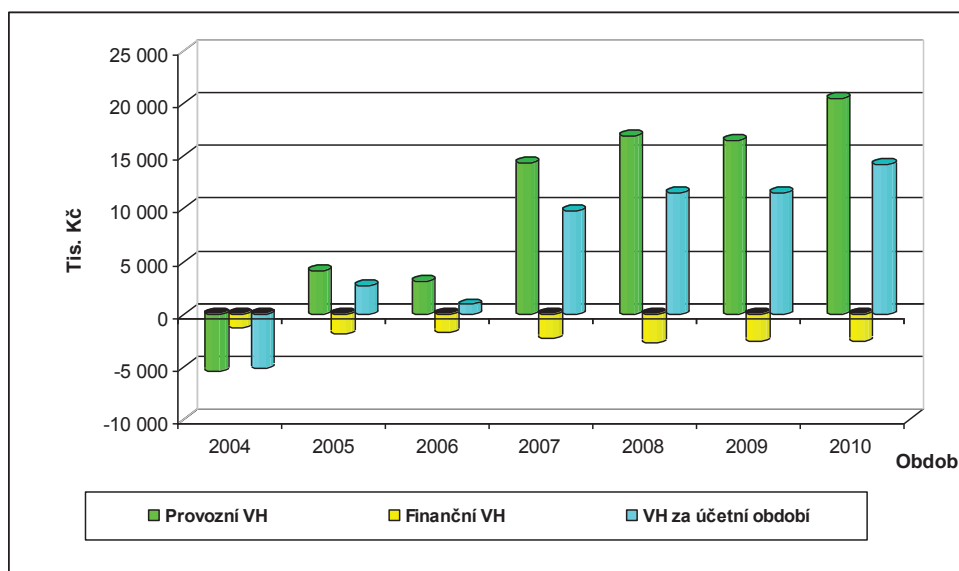
zejména základním kapitálem, u kterého neproběhla žádná změna a činí 65 750 tis. Kč.

Cizí zdroje – u tohoto zdroje financování dochází v období let 2004 – 2006 k pozvolnému poklesu, a to z hodnoty 183 207 tis. Kč na částku 130 871 tis. Kč. Zapříčinil to odliv dlouhodobých závazků, kdy společnost započala splácení dlouhodobé půjčky od společníka, resp. majitele firmy, která se podílela velmi významnou částí na zadlužení firmy. V roce následujícím (2007) pak dochází opět k růstu cizích zdrojů (vlivem krátkodobých závazků z obchodních vztahů, a to o 13 %), aby se pak následně v posledním roce mohli ustálit na hodnotě 113 566 tis. Kč.

Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Zájem o vína pana Miloše Michlovského dlouhodobě a výrazně roste, což se pozitivně odráží v prodejních a finančních výsledcích společnosti, viz obrázek č. 7. Zatímco v prvním roce své existence se VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. nacházel v záporných číslech, tak v současné době se ročně prodá na 1,3 miliónu lahví vín s podpisem Miloše Michlovského.

Přidaná hodnota, jako jedna z nejpodstatnější částí VZZ, vypovídá o tom, kolik byl podnik schopen vydělat v daném roce. V posledním roce dosahuje podnik nejvyšší přidané hodnoty (48 418 tis. Kč).



Obr. 7 Vývoj výsledků hospodaření v letech 2004 - 2010

Vertikální analýza rozvahy

Z tabulky č. 12 lze jasně vidět, že v průběhu prvních pěti let převládala oběžná aktiva nad aktivy stálými. Na konci roku 2010 je tomu již jinak a převažují stálá aktiva ve výši více jak 51 %.

Stálá aktiva – vertikální rozbor stálých aktiv odhaluje výhradní zastoupení dlouhodobým hmotným majetkem. Největšího podílu na celkových aktivech dosáhl v posledním roce 2010, a to již zmiňovaných 51 %. Je vázán hlavně ve stavbách (22,39 %) a samostatných movitých věcech (26,28%). Další části stálých aktiv nemají takřka žádný vliv.

Oběžná aktiva – tuto položku reprezentují největší měrou právě zásoby, a ty jsou tvořeny především nedokončenou výrobou a polotovary. Od roku 2004 kolísají přes 40 %. Také zde dochází k pozvolnému zvyšování již zmiňovaných krátkodobých pohledávek, zejména pak pohledávek z obchodních vztahů.

Tab. 12 Vertikální analýza aktiv v letech 2004 - 2010

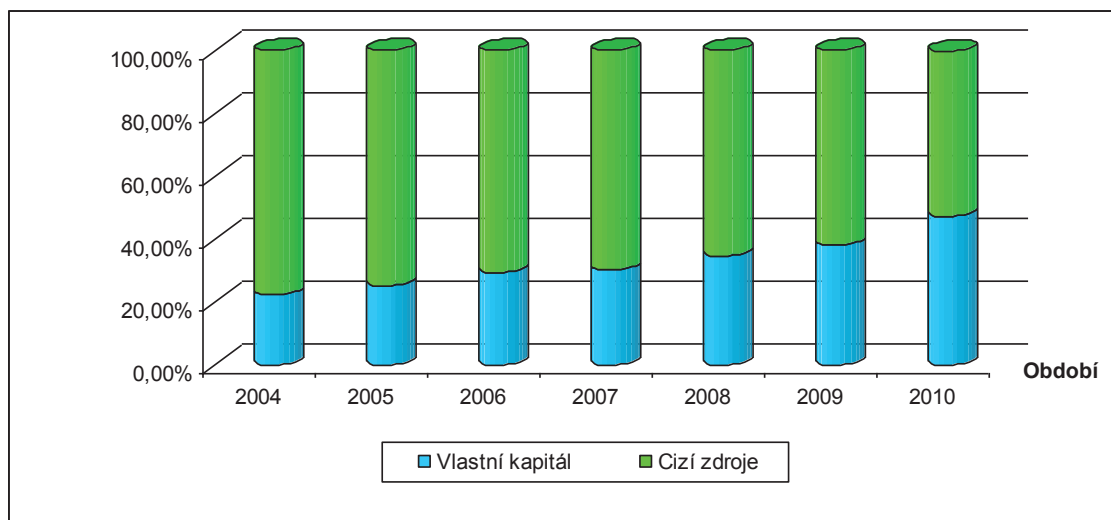
Aktiva k 31.12. (v %)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiva celkem	100	100	100	100	100	100	100
Stálá aktiva	40,97	43,71	47,90	43,58	41,21	51,36	51,80
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,10	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	40,88	43,43	47,67	43,58	41,21	51,36	51,80
Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,23	0,23	0,00	0,00	0,00	0,00
Oběžná aktiva	57,22	54,52	50,34	55,17	57,82	47,77	47,34
Zásoby	47,85	47,60	39,79	45,40	47,53	39,29	36,70
Krátkodobé pohledávky	4,22	6,34	6,62	7,64	9,08	8,16	9,93
Krátkodobý finanční majetek	5,15	0,58	3,93	2,13	1,20	0,32	0,72
Ostatní aktiva	1,81	1,77	1,75	1,25	0,97	0,87	0,86

Zdroj: Vlastní výpočty

Vlastní kapitál - pravidlo, že by podíl vlastního kapitálu měl být vyšší než podíl cizího, v případě tohoto podniku neplatí. Z počátku je hranice velmi propastná. Vlastní zdroje jsou na hladině pouhých 22 %. Literatura doporučuje uplatňovat zásadu zdrojů v poměru 1:1. Cena cizích zdrojů je pro podnik výhodnější než preferovat svůj vlastní kapitál. Avšak to sebou nese i jistá rizika.

Cizí zdroje - jsou z pohledu krytí zdrojů podniku nejdůležitější v roce 2004, kdy bylo zaznamenáno více než 77 % zastoupení. Hlavní položky tvořící tak vysoké cizí zdroje v tomto roce jsou: dlouhodobé závazky k majiteli firmy (34,80 %), krátkodobé závazky (23,50 %), bankovní úvěry a výpomoci (16,48 %). Jak lze vidět na obrázku č. 8 dochází k pozvolnému snižování cizích zdrojů a roste tak finanční samostatnost společnosti.

Ostatní pasiva – jejich význam z pohledu kapitálové struktury je pouze zanedbatelný.



Obr. 8 Vertikální analýza pasiv společnosti v letech 2004 - 2010

Vertikální analýza výkazu zisků ztrát

Z VZZ je možné (ze strany výnosů) vyčíst, že se jedná o výrobní společnost. Na celkových výnosech měly největší příčinění tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.

K nejvyššímu podílu na celkových nákladech se vyhoupla výkonová spotřeba v roce 2007, a to 75,03 %, kterou vytvářela z největší části spotřeba materiálu a energie (55,25 %). Další významnější složkou nákladů tvoří osobní náklady. Ty oscilují okolo 12,76% - 20,27 %.

3.4.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Čistý pracovní kapitál (ČPK)

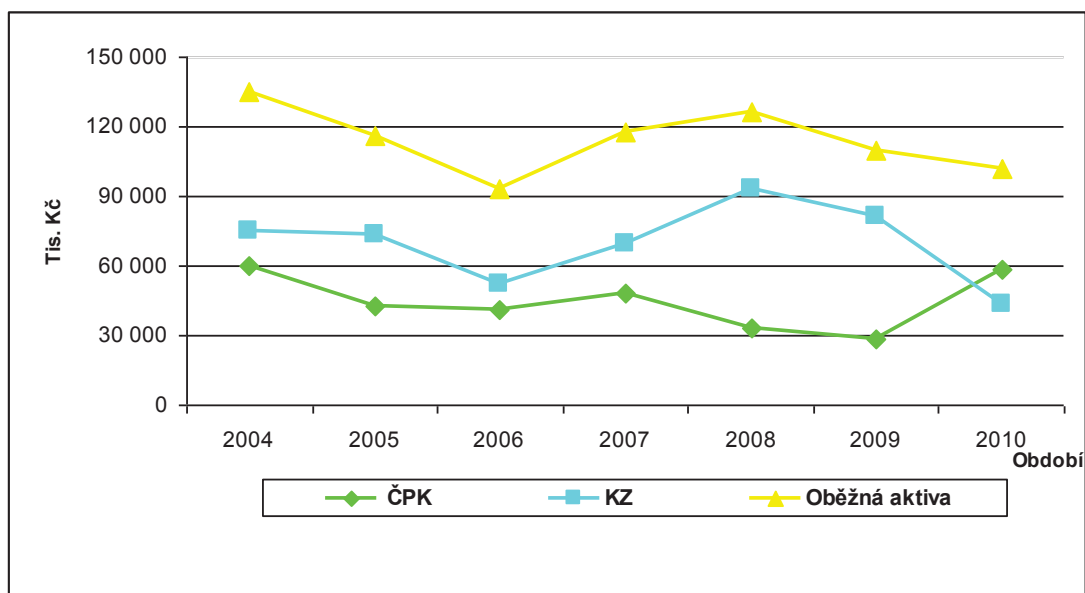
Konkrétní hodnoty tohoto ukazatele zachycuje tabulka č. 13. Vývoj velikosti ČPK a ostatních položek, jenž ho ovlivňují, je graficky zobrazen na obrázku č. 9.

Společnost měla k dispozici nejvyšší rezervu hned v prvním roce založení akciové společnosti, tedy v roce 2004, a to 59 679 tis. Kč. V dalších letech pokračoval pozvolný pokles, až na rok 2007, ve kterém došlo k růstu o 6 977 tis. Kč. oproti roku minulému. V posledním analyzovaném roce (2010) dosáhla úroveň ČPK 58 290 tis. Kč. Krátkodobými cizími zdroji jsou kryta pouze aktiva oběžná nikoliv aktiva dlouhodobá. Tuto skutečnost můžeme hodnotit velmi pozitivně, neboť znamená, že podnik má k dispozici volné finanční prostředky.

Tab. 13 Vývoj ČPK v letech 2004 - 2010

Tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ČPK	59 676	42 636	41 189	48 166	33 129	28 559	58 290

Zdroj: Vlastní výpočty dle výroční zpráva



Obr. 9 Vývoj ČPK v letech 2004 – 2010

3.4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatelé rentability – v prvním roce (2004) u všech ukazatelů této skupiny jsou hodnoty záporné, což je způsobeno záporným výsledkem hospodaření.

Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA) – klasifikuje, jak efektivně podnik využívá svůj majetek. Z tabulky č. 14 je vidět, že hodnoty jsou od roku 2005, kdy podnik začal dosahovat zisku, v plusových číslech. V dalších letech vykazuje tento indikátor rostoucí charakter. V roce 2010 byla zaznamenána hodnota 6,59 %, což vyjadřuje, že v tomto roce na 1Kč veškerého kapitálu připadalo 0,0659 Kč zisku.

Tab. 14 Ukazatele rentability

Sazba daně z příjmu	28 %	26 %	24 %		21 %	20 %	19 %
Ukazatel (v %)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROA (zdaněná verze)	-2,17	1,25	0,48	4,59	5,25	5,04	6,59
ROE	-9,69	4,98	1,62	15,25	15,16	13,23	13,98
ROCE	-2,54	2,77	1,63	7,91	11,03	9,08	9,47
ROS	-5,05	3,38	0,76	9,56	10,79	9,97	10,88
ROI	-2,32	1,92	1,68	6,75	7,76	7,15	9,51

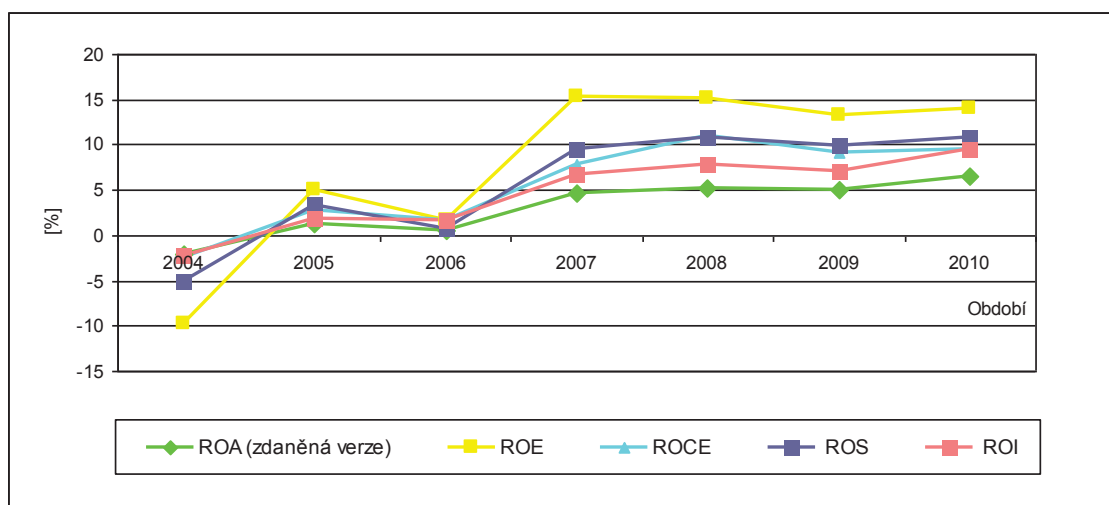
Zdroj: Vlastní výpočty

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) – je důležitým indikátorem pro vlastníky společnosti. Komparací ukazatelů ROA a ROE zjišťujeme, že se podniku vyplácí využívat cizí zdroje financování. Ve všech letech firma splňuje podmínku $ROE > ROA$. Výnosnost vlastního kapitálu byla nejvyšší v roce 2007, a to více jak 15 %. Projevuje se zde kladný účinek finanční páky. V posledním roce dosahuje společnost rentability téměř 14 %.

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE) – nejvyšší hodnoty tento ukazatel dosahuje v roce 2008, a to 11,03 %. Interpretovat to lze tak, že na 1 Kč dlouhodobě investovaného kapitálu v tomto roce připadlo 0,11 Kč zisku.

Rentabilita tržeb (ROS) – udává, jaké procento zisku připadá na jednotku tržeb. Vykazuje opět, až na rok 2009, rostoucí trend jako u ostatních ukazatelů. Poslední rok vykazuje nejvyšší hodnotu, a to 10,88 %.

Rentabilita vloženého kapitálu (ROI) – je posledním ukazatelem této skupiny vypovídající o tom, kolika haléřů provozního hospodářského výsledku podnik dosáhl z jedné investované koruny. V analyzovaném období dochází k neustálému růstu, výjimku tvoří pouze rok 2009. V roce následujícím je tato hodnota 9,51 %.



Obr. 10 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2004 - 2010

Ukazatele aktivity

Obrat celkových aktiv – udává počet obrátek, tedy kolikrát se aktiva obrátí v tržbách za rok. Z tabulky č. 15 lze získat údaje o tom, že nejrychlejších obrátek aktiv dosahoval podnik v letech 2006 a 2010. V roce 2006 tomu bylo zejména díky růstu tržeb za vlastní výrobky o 48 %. Avšak ani v jednom roce podnik nesvedl obrátit celková aktiva prostřednictvím tržeb.

Tab. 15 Ukazatele aktivity

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Obrat celkových aktiv	0,43	0,37	0,63	0,48	0,49	0,50	0,61
Obrat DHM	1,05	0,85	1,31	1,10	1,18	0,98	1,17
Obrat zásob	0,90	0,78	1,57	1,06	1,02	1,29	1,65
Doba obratu zásob [dny]	407	469	232	345	357	284	221
Obrat pohledávek	11,71	6,07	9,60	6,29	5,69	6,19	6,10
Doba obratu pohledávek [dny]	36	63	39	58	68	59	60
Obrat závazků	0,70	0,65	1,29	0,99	1,53	1,62	2,15
Doba obratu závazků [dny]	86	82	49	122	104	138	93

Zdroj: Vlastní výpočty

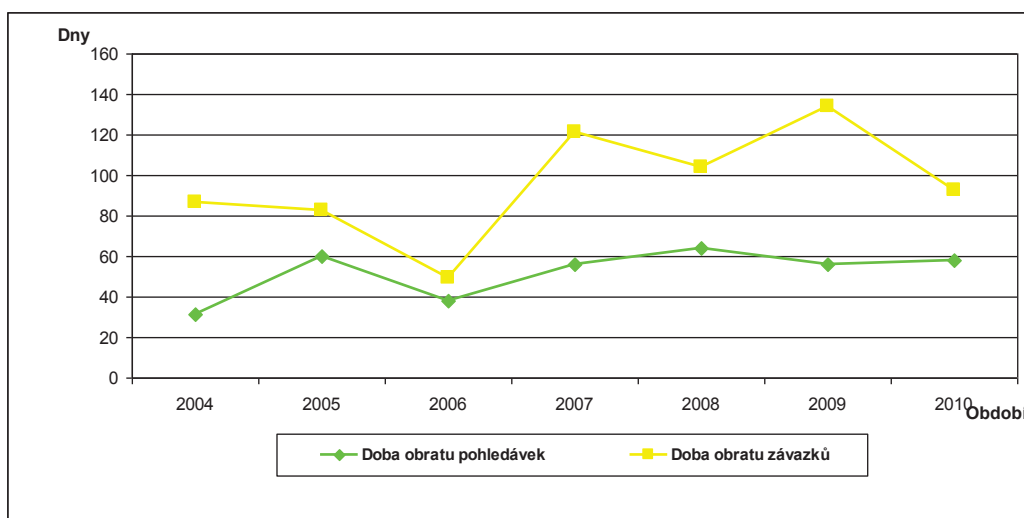
Obrat DHM – tento ukazatel zhodnocuje využívání výrobních kapacit podniku. Hodnoty signalizují nízké využívání stávajícího dlouhodobého hmotného majetku, viz tabulka č. 15. Hodnoty kolísaly pouze v rozmezí od 0,85 do 1,31. V průměru se tento ukazatel pohybuje okolo 1,1. Interpretovat to lze tak, že 1 Kč DHM by vyprodukovala 1,1 Kč tržeb. Odborná literatura uvádí optimální údaj na úrovni 5,1, což svědčí o tom, že se společnost nachází ve značně podprů-

měrných hodnotách. Možným doporučením by bylo část nepotřebného majetku odprodat.

Obrat zásob - vykazuje velmi nízkou intenzitu využívání zásob a to dokazuje na vysokou vázanost majetku. Obrat zásob je velmi nízký a doba obratu zásob zase příliš vysoká. Zásoby v podniku se od roku 2005 přeměňovaly pouze 1krát za rok, ale v posledním roce se hodnota tohoto ukazatele projevuje až na úrovni 1,65, kdy podnik vlastnil nejméně zásob. V dalším textu se tyto nízké hodnoty projeví na dosti nízkých ukazatelů platební schopnosti.

Obrat pohledávek – vyjadřuje transformaci pohledávek v hotové peníze. Průměrně se pohybuje okolo 7,91 obrátek za rok a k inkasu od odběratelů dojde za 53 dní.

Obrat závazků – v tomto ukazateli jsou zachyceny pouze závazky z obchodních vztahů. Z pohledu platební schopnosti může být pověst podniku ohrožena, to prozrazuje obrázek č. 11. Společnost využívá obchodního úvěru, jelikož její pohledávky jsou splaceny mnohem dříve než závazky. Doba obratu závazků markantně vzrostla v roce 2009 (138 dní). V průměru musejí dodavatelé čekat na platbu faktur okolo 92 dní.



Obr. 11 DO pohledávek a závazků z obchod. vztahů v letech 2004 - 2010

Ukazatele zadluženosti

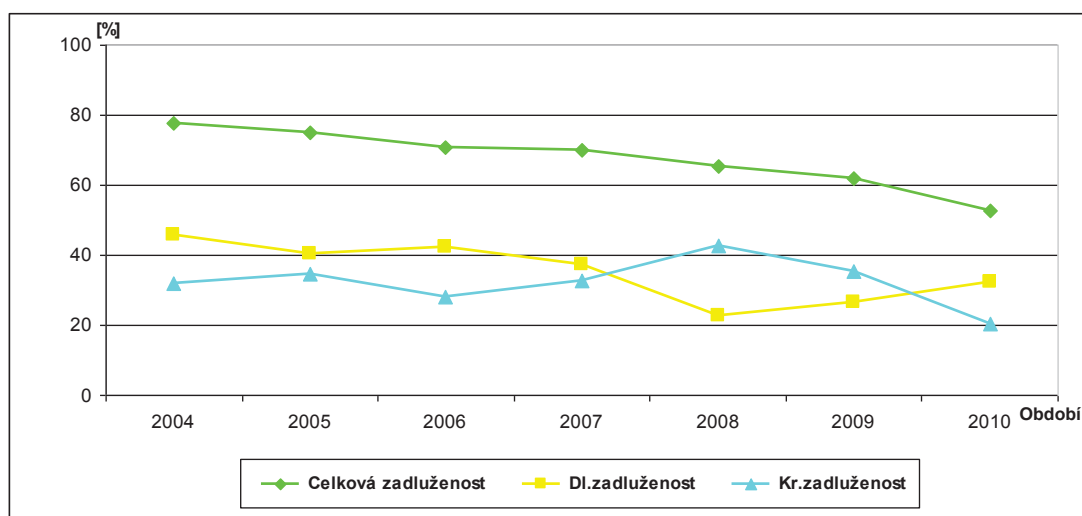
Tab. 16 Vývoj ukazatelů zadluženosti

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celková zadluženost [%]	77,63	74,85	70,60	69,86	65,34	61,94	52,74
Dlouhodobá zadluženost [%]	45,70	40,34	42,48	37,28	22,69	26,62	32,47
Krátkodobá zadluženost [%]	31,93	34,51	28,12	32,58	42,65	35,32	20,27
Míra samofinancování [%]	22,37	25,15	29,40	30,10	34,64	38,06	47,13
Finanční páka	4,47	3,98	3,40	3,32	2,89	2,63	2,12
Dluh na vlastní jmění	3,47	2,98	2,40	2,32	1,89	1,63	1,12
Úrokové krytí	-3,79	2,36	1,80	6,78	5,80	6,76	8,08
Ukazatel podkapitalizování	1,66	1,50	1,50	1,55	1,39	1,26	1,54

Zdroj: Vlastní výpočty

Celková zadluženost - čím vyšších hodnot dosahuje tento ukazatel, tím větší riziko podstupují věřitelé společnosti. Z hodnot v tabulce č. 16 je možné rozklíčovat, že společnost svou činnost v roce 2004 financuje především cizími zdroji. Optimální hodnoty by se měly pohybovat v intervalu od 40 – 60 %. Využívání cizích zdrojů může přispívat ke zvyšování výnosnosti celkového kapitálu a je obecně brán jako levnější zdroj financování. V prvním analyzovaném roce (2004) dosahuje celková zadluženost svého maxima a převyšuje 77 %. Příčinou je dlouhodobá zadluženost, která v tomto roce dosahuje 45,70 % a je to dáno také tím, že je to první rok působení akciové společnosti. V průběhu dalších let spatřujeme pozitivní vývoj, tj. výrazné snížení celkové zadluženosti a dosažení optimálních hodnot (rok 2010 – 52,74 %). Je to dáno především tím, že společnost díky dobrým výsledkům hospodaření započala úhradu dlouhodobého závazku, který eviduje k majiteli firmy. V posledním roce činí dlouhodobá zadluženost 32,47%. U krátkodobé zadluženosti pozorujeme proměnlivý trend. Průměr u tohoto ukazatele činí 35 %. Nejvyšších hodnot bylo dosaženo v roce 2008 a to 42,65 %, z důvodu navýšení krátkodobého bankovního úvěru. Dále je tendence klesající ke konečné hodnotě 20,27 %.

Míra samofinancování – hodnota tohoto ukazatele se musí samozřejmě vyvíjet opačným směrem než celková zadluženost a vypovídá o finanční nezávislosti společnosti. Ve společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. je hodnota tohoto ukazatele velmi příznivá a riziko pro věřitele je rok od roku nižší. V prvním roce se hodnota pohybuje lehce nad 20 % a v roce posledním již 47 %. Znamená to tedy, že je společnost schopna krýt svůj celkový majetek z více jak 47 % vlastními zdroji.



Obr. 12 Vývoj zadluženosti podniku v letech 2004 - 2010

Finanční páka – přetočením čitatele za jmenovatele u minulého ukazatele dostaneme finanční páku. Má tedy zase logicky opačný průběh oproti předchozímu ukazateli a jeho hodnota po celé období klesá. Uvrzuje tedy celkovou skutečnost o stále se snižujícím využívání cizího kapitálu, jež vyplývala z vypočtených hodnot předchozích ukazatelů. Rovněž to potvrzují i hodnoty ROE, které převyšují ROA.

Dluh na vlastní jmění – říká nám, kolikrát cizí zdroje převyšují vlastní jmění podniku. Z tabulky č. 16 je jasně patrné, že hodnoty neustále klesají. V roce 2010 je velikost dluhu nad úrovní 1,12 tzn., že podnik je stále z větší části tvořen zdroji cizími než vlastním kapitálem. Klesající tendence však naznačuje, že v dalších letech by tomu mohlo být již opačně.

Úrokové krytí – vypovídá o tom, kolikrát převyšuje vytvořený zisk placené úroky. V roce 2004 se pohybuje úrokové krytí v záporných hodnotách, a to (-3,79), jelikož se podnik dostal do ztráty a to se odrazilo na tomto ukazateli. Nad úroveň minimální hodnoty 3 se ukazatel dostal v roce 2007, kdy dosahuje 6,78, což ještě není ideální hodnota. Nad průměrnou hodnotu se podnik vyhoupl až v roce 2010, kdy byla společnost schopna hradit své náklady více jak osminásobně.

Ukazatel podkapitalizování – po celé analyzované období dosahuje tento indikátor hodnot vyšších než 1. To lze ohodnotit pozitivně, neboť podnik využívá ke krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobý kapitál a tím je zajištěna rovnováha podniku.

Ukazatele likvidity

Přehled jednotlivých ukazatelů platební schopnosti je uveden v tabulce č. 17.

Běžná likvidita - vývoj hodnot běžné likvidity se po celé sledované období kromě roku 2008 (1,36) a 2009 (1,35) pohybovala nad optimem v rozpětí 1,5 – 2. Nejlepšího výsledku bylo dosaženo v roce 2010 (2,34). Ten nám naznačuje, že pokud by byla firma nucena proměnit veškerá svá oběžná aktiva na hotovost, schopnost splatit veškeré krátkodobé závazky by byla více jak dvojnásobná.

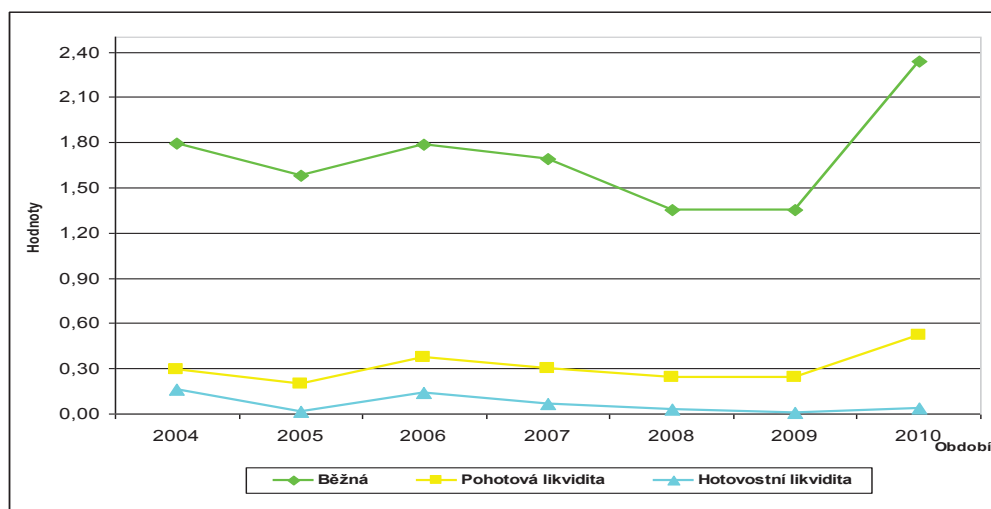
Tab. 17 Ukazatele likvidity

Ukazatele	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Běžná likvidita	1,79	1,58	1,79	1,69	1,36	1,35	2,34
Pohotová likvidita	0,29	0,20	0,38	0,30	0,24	0,24	0,52
Hotovostní likvidita	0,16	0,02	0,14	0,07	0,03	0,01	0,04

Zdroj: Vlastní výpočty

Pohotová likvidita - je zbavena zásob jakožto nejméně likvidní části oběžných aktiv. Za standard je považována hodnota v intervalu od 1 - 1,5. Úroveň tohoto ukazatele je dosti nepostačující. Pokud porovnáme tuto likviditu s běžnou likviditou, prozradí nám to velkou váhu zásob. Nejnižší hodnotu vykazovala společnost v roce 2005, a to 0,20, naopak nejvyšší v roce 2010 (0,52).

Hotovostní likvidita – prozrazuje nám zcela nejpřesněji platební schopnost společnosti. V žádném z těchto období nedosahuje požadovaných hodnot 0,2 – 0,5 viz obrázek č. . To znamená, že podnik by nebyl schopen splatit své krátkodobé závazky pouze z prostředků, které má bezprostředně k dispozici (bankovní účet a peníze v hotovosti). Nejvyšší finanční zásobou podnik vlastnil v roce 2004, kdy byla jeho celková výše 12 160 tis. Kč., stejně tak hotovostní likvidity (0,16). V roce následujícím došlo k výraznému snížení stavu bankovních účtů o 92,18 procentních bodů. Způsobilost podniku pokrýt běžné potřeby ze svých peněžních prostředků je nejnižší v roce 2009 a činí pouze 1 %.



Obr. 13 Vývoj ukazatelů likvidity

3.4.4 Predikce finanční tísně

Index důvěryhodnosti (IN95)

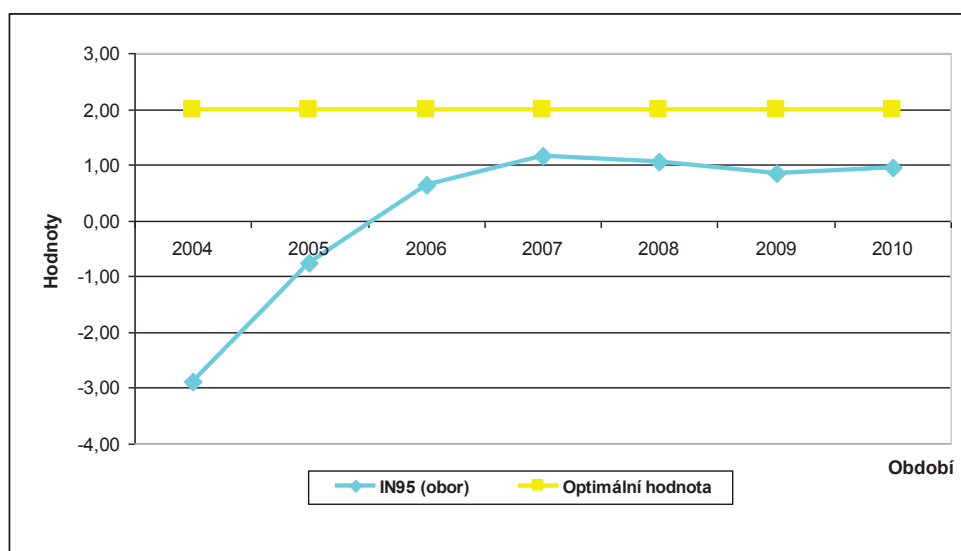
Index důvěryhodnosti signalizuje, že se podnik nalézá ve finanční tísně a směřuje k bankrotu. Hodnoty v roce 2007 a 2008 jsou nad úrovní čísla 1, a to podnik řadí do tzv. šedé zóny (podniky s nevyhraněnou finanční situací). Hodnoty jednotlivých ukazatelů však v posledním roce indikují zlepšující se stav.

Pro přehlednost jsou hodnoty zaneseny v obrázku č. 14.

Tab. 18 Hodnoty Indexu důvěryhodnosti v letech 2004 - 2010

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
x ₁	1,29	1,34	1,42	1,43	1,53	1,61	1,90
x ₂	-3,79	2,36	1,80	6,78	5,80	6,76	8,08
x ₃	-0,02	0,02	0,02	0,07	0,08	0,07	0,09
x ₄	0,38	0,32	0,46	0,53	0,49	0,46	0,54
x ₅	1,79	1,58	1,79	1,69	1,36	1,35	2,34
x ₆	0,17	0,10	0,02	0,04	0,04	0,05	0,08
IN95 (obor)	-2,89	-0,75	0,65	1,17	1,07	0,86	0,96
IN (celé NH)	-2,85	-0,63	0,74	1,46	1,38	1,15	1,34

Zdroj: Vlastní výpočty

Obr. 14 Vývoj indexu důvěryhodnosti (IN₉₅)

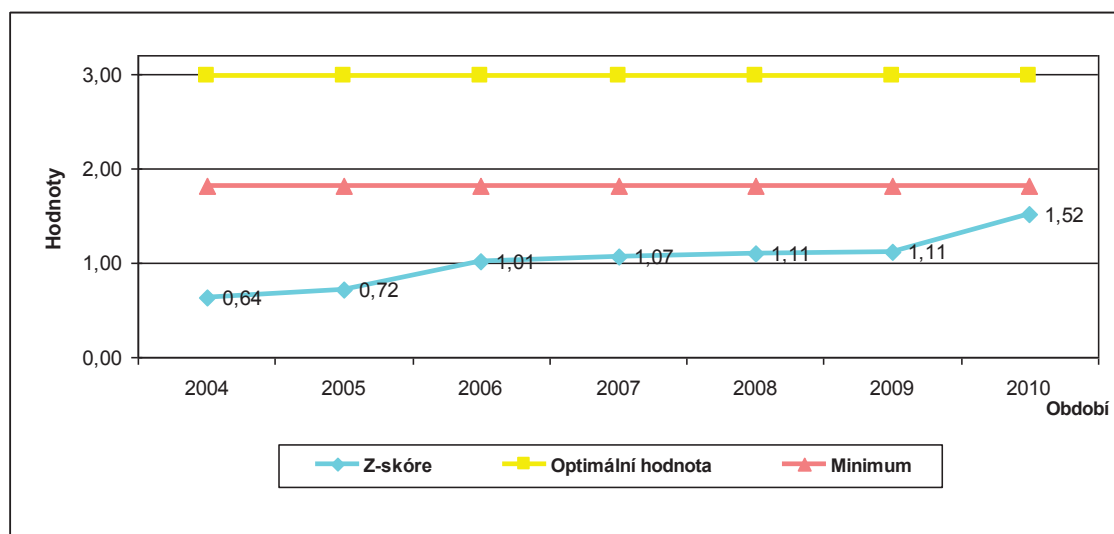
Altmanův model (Z-skóre)

Hodnoty tohoto ukazatele svědčí o tom, že v počátcích svého vzniku na tom společnost nebyla příliš dobře. Především díky nízkým ukazatelům likvidity a obrátu aktiv, dosahuje výsledné skóre neuspokojivých výsledků. Dle stupnice hodnocení se společnost řadí k firmám směřující k úpadku stejně jako tomu bylo u modelu předešlého.

Tab. 19 Hodnoty Z-skóre v letech 2004 - 2010

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
x ₁	0,253	0,200	0,222	0,226	0,152	0,125	0,271
x ₂	-0,022	0,013	0,005	0,046	0,053	0,050	0,066
x ₃	-0,023	0,018	0,017	0,066	0,079	0,071	0,095
x ₄	0,288	0,336	0,416	0,431	0,530	0,614	0,894
x ₅	0,429	0,370	0,626	0,480	0,487	0,505	0,606
Z-skóre	0,64	0,72	1,01	1,07	1,11	1,11	1,52

Zdroj: Vlastní výpočty



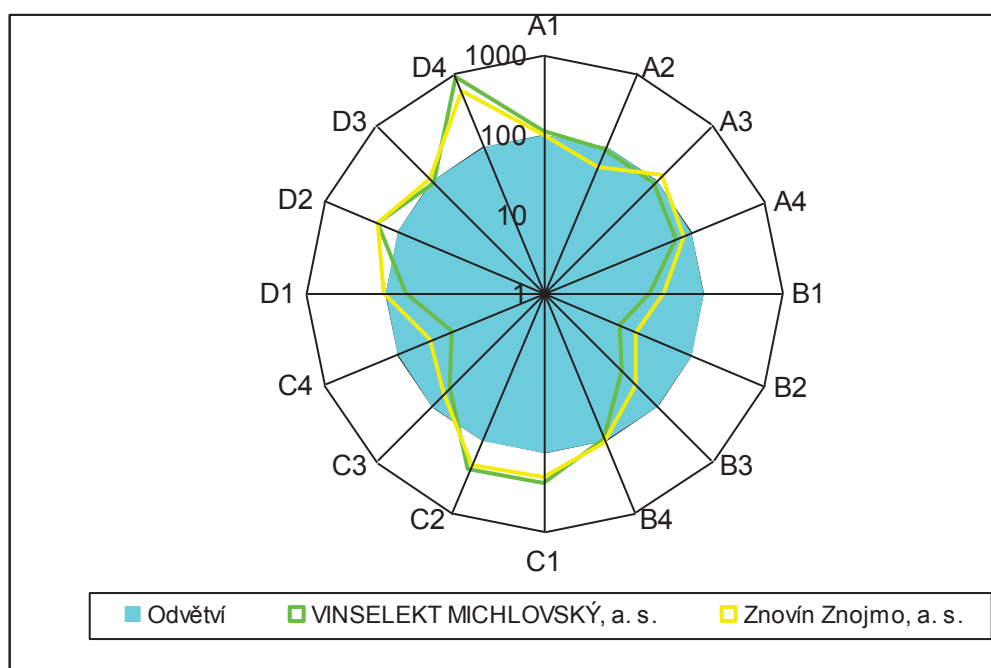
Obr. 15 Vývoj Z-skóre v letech 2004 – 2010

3.4.5 Spider analýza

Pro konstrukci tohoto grafu byl vybrán rok 2008, tedy rok než se ve firmě projevila ekonomická krize. V tomto roce tedy podnik dosahuje nejlepších výsledků a hodnoty ukazatelů jsou tedy nejpříznivější. Tyto hodnoty jsou vyjádřeny procentním podílem na hodnotách k oborovému průměru. Aby bylo možné propojit jednotlivé kvadranty tohoto grafu, musel se uskutečnit převod na logaritmické měřítko z důvodu příliš vysokých hodnot u některých ukazatelů.

Východiskem této analýzy je i komparace s konkurenčním podnikem. Pro toto srovnání byl zvolen podnik ZNOVÍN ZNOJMO, a. s.

Vstupní údaje pro sestavení tohoto grafu jsou uvedeny v příloze č. 8.



První kvadrant (A1 – A4) hodnotí oblast rentability. Na obrázku č. 16 lze spatřit, že oceňovaný podnik vykazuje stejné hodnoty (mimo rentability celkového vloženého kapitálu - A4) jako je tomu v odvětví a předstihl dokonce i konkurenci. S těmito výsledky může být firma spokojena a dál pracovat na zlepšování těchto ukazatelů.

Oblast likvidity, jakožto dalšího kvadrantu, lze hodnotit velmi negativně. Společnost zaostává za konkurencí i celkově za odvětvím. Shoda s odvětvím i konkurencí panuje pouze u ukazatele běžné likvidity – B4.

V zóně zadluženosti C1 a C2 dochází opět k rozporu jak s odvětvím, tak i s konkurencí. VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. má v tomto roce celkovou zadluženost na úrovni 65 %. Úrokové krytí (C4) vychází rovněž velmi nízké. Říká, že podnik je v tomto roce schopen splatit své úroky ze zisku 5,8krát, zatímco v odvětví je průměr 32,49.

Kruh uzavírá poslední kvadrant se skupinou ukazatelů aktivity. Z této oblasti může být firma spokojena pouze u D3 – ukazatele doby obrazu pohledávek, neboť je ve shodě s odvětvím i se Znovínem Znojmo, a. s. Výrazný rozkol s odvětvím zachycuje doba obrazu zásob (D4) u analyzované firmy, ale rovněž i u konkurenci. Tato skutečnost indikuje přebytečné zásoby v podniku, které v sobě váží peněžní prostředky.

4 Návrh ocenění podniku

Návrh ocenění podniku byl zpracován dle postupu renomovaného autora, prof. Ing. Miloše Maříka, CSc., který doporučuje dodržet postup vypracování, jak byl popsán v literární rešerši.

4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Rozdělení majetku podniku na provozně potřebný a nepotřebný je nezbytné téměř u většiny metod určených pro ocenění. Za podstatný argument lze brát to, že část majetku není ve společnosti hospodárně a efektivně využívána či není spjata s hlavním provozem podniku. Díky tomu by pak mohlo dojít k tomu, že výsledné ocenění by bylo nadhodnocené a tudíž i zkreslené.

Nejprve je zapotřebí stanovit provozně nutný majetek, jehož složení, konkrétní částky a hodnoty likvidity jsou obsahem tabulky č. 20.

Tab. 20 Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)

Položka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dlouh. nehmotný majetek	229	86	2	2	2	2	2
Dlouh. hmotný majetek	96 464	92 555	88 366	92 920	89 995	117 805	111 540
DM provozně nutný	96 693	92 641	88 368	92 922	89 997	117 807	111 542
Zásoby	112 916	101 431	73 753	96 809	103 807	90 132	79 024
Krátkodobé pohledávky	9 922	13 497	12 256	16 267	19 744	18 339	21 316
Ostatní aktiva	4 268	3 781	3 253	2 674	2 116	1 998	1 852
Krátkodobé závazky	55 458	53 637	27 126	43 466	35 294	42 539	33 110
Ostatní pasiva	0	0	0	92	42	0	279
Peníze v rozvaze	12 160	1 226	7 290	4 536	2 626	725	1 541
Likvidita	0,22	0,02	0,27	0,1	0,07	0,02	0,05
Provozně nutná likvidita	0,15	0,02	0,15	0,1	0,07	0,02	0,05
Provozně nutné peníze	8 319	1 226	4 069	4 536	2 626	725	1 541
PK provozně nutný	79 967	66 298	66 205	76 728	92 957	68 655	70 344
Invest. kap. rovoz. nutný	176 660	158 939	154 573	169 650	182 954	186 462	181 886

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet provozně nutného kapitálu bylo nezbytné využít dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku v plné výši. Dlouhodobý finanční majetek byl z tohoto výpočtu vyloučen.

Výše provozně nutného investovaného kapitálu po celé období kolísá. Hladina tohoto ukazatele byla nejnižší v roce 2006 (154 mil. Kč), od tohoto roku však dále rostla a v roce 2009 dosáhla svého maxima 186 mil. Kč.

Za provozně nepotřebná aktiva by se obecně dala označit aktiva ze skupiny dlouhodobého finančního a zbylá část krátkodobého finančního majetku.

K 1. 1. 2011 však podnik DFM již nedisponuje a vzhledem k nízkým hodnotám likvidity ani volným kr. finančním majetkem.

Další krok musí směřovat ke korekci provozního výsledku hospodaření, neboť se ve VZZ nalézají i výnosy, které nesouvisejí s hlavním předmětem podnikání, a proto je nutné je eliminovat. Jedná se o tržby z prodeje dlouhodobého majetku (popř. materiálu) a jejich zůstatkové hodnoty. Uskutečněním této operace vzniká korigovaný výsledek hospodaření (KPVH) - viz tabulku č. 21, se kterým se bude následně dále pracovat.

Tab. 21 Výpočet KPVH (v tis. Kč)

Položka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní VH z výsledovky	- 5 480	4 081	3 106	14 384	16 933	16 404	20 461
Vyloučení VH z prodeje majetku	-187	-94	-370	-181	-51	-24	-243
Korigovaný provozní VH	- 5 667	3 987	2 736	14 203	16 882	16 380	20 218

Zdroj: Vlastní výpočty

4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

4.2.1 Tržby

Jako první generátor jsou představeny tržby společnosti, neboť tvoří nejvýznamnější část výnosů. Je nutné se jim pečlivě věnovat, neboť právě od této projekce jsou odvozeny ostatní hodnoty nutné pro ocenění daného podniku.

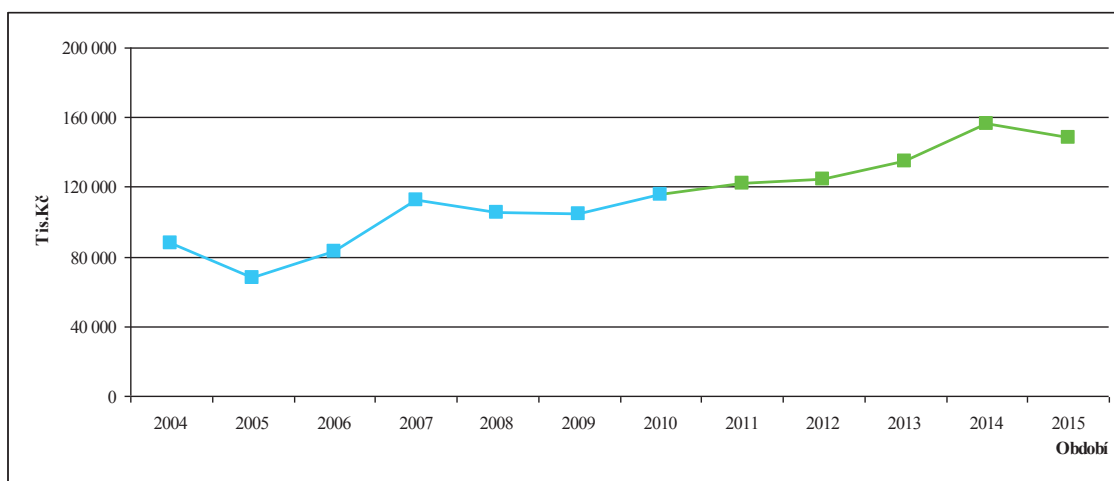
Průměrné tempo růstu tržeb, za minulé období let 2004 – 2010, bylo vypočteno ve výši 4,7 %. Tabulka č. 22 přináší přehledně konkrétní čísla.

Tab. 22 Vývoj tržeb podniku a jejich prognóza

Rok	Tržby v mil. Kč	Tempo růstu tržeb	Průměr
2003	84,7	x	4,7%
2004	87,6	3,4%	
2005	68,0	-22,4%	
2006	83,2	22,4%	
2007	112,3	35,0%	
2008	104,8	-6,7%	
2009	104,3	-0,5%	
2010	115,3	10,5%	5,0%
2011	122,3	6,1%	
2012	124,1	1,4%	
2013	134,5	8,4%	
2014	155,6	15,7%	
2015	147,8	-5,0%	

Zdroj: Vlastní výpočty

Predikce očekávaných tržeb v období let 2011 – 2015 byla stanovena již ve strategické analýze této práce. Průměrné tempo růstu tržeb by se mělo pohybovat na hladině 5,0 % a je odvozené z projekce růstu trhu a změn tržního podílu společnosti. Pro přehlednost je zachycen vývoj tržeb na obrázku č. 17.



Obr. 16 Vývoj tržeb v podniku a jejich prognóza

4.2.2 Provozní zisková marže

Výpočtu provozní ziskové marže, jakožto druhého generátoru hodnoty, předcházelo stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) před odpisy. Hodnoty ziskové marže jsou tedy vypočteny prostřednictvím poměru KPVH před odpisy a tržbami, tzv. výpočet shora.

Předpokládané hodnoty budoucího korigovaného provozního výsledku hospodaření byly sestaveny lineární regresí, kde vysvětlující proměnou zastupují tržby podniku.

Za minulé období v letech 2004 – 2010 dosáhlo průměrné tempo růstu ziskové marže 20 %. Pro nadcházející období je tempo růstu provozní ziskové marže odhadnuto pouze na 5,0 %.

Tab. 23 Výpočet ziskové marže shora

Rok	KPVH před odpisy tis. Kč	Průměrné tempo růstu zisk. marže	Zisková marže
2004	-1 370	20,0%	x
2005	8 873		13,05%
2006	7 621		9,16%
2007	18 457		16,43%
2008	21 312		20,33%
2009	21 508		20,61%
2010	26 552		23,02%
2011	29 048	5,0%	23,81%
2012	29 716		23,92%
2013	31 091		23,14%
2014	36 149		23,32%
2015	33 844		22,98%

Zdroj: Vlastní výpočty

4.2.3 Pracovní kapitál

Dalším zkoumaným generátorem hodnoty je pracovní kapitál, který vychází z již předešlých výpočtů rozdělení majetku společnosti v kapitole 4.1 této diplomové práce.

Tab. 24 Upravený pracovní kapitál v letech 2004 - 2010

Položka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Upravený PK v tis. Kč	78 456	66 317	66 221	76 748	93 049	69 042	70 402
K_{wc}	52,5%						

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 25 Prognóza upraveného pracovního kapitálu na léta 2011 - 2015

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Upravený PK v tis. Kč	69 042	70 402	72 590	75 875	78 956
K_{wc}	26,8%				

Zdroj: Vlastní výpočty

Tento generátor se pro účely ocenění podniku vypočte jako součet provozně nutného krátkodobého finančního majetku, zásob, pohledávek a ostatních aktiv, od nichž se poté odečtou krátkodobé závazky a ostatní pasiva. Z očekávaného vývoje trhu byly projektovány hodnoty zásob, pohledávek a závazků. Ostatní aktiva a pasiva byla stanovena po celou dobu prognózy ve fixní výši z roku 2010. Provozně nutná likvidita byla stanovena na úrovni 5 % z krátkodobých závazků. Tabulka č. 25 nastiňuje hodnoty upraveného pracovního kapitálu a koeficient náročnosti růstu tržeb na jeho růst pro predikované období

4.2.4 Náročnost na investice do dlouhodobého majetku

Vzhledem k velké a tvrdé konkurenci je nezbytné plánovat investiční strategie pro budoucnost společnosti.

Jak bylo již zmíněno ve strategické analýze, společnost v minulých letech prošla řadou důležitých investic, které vedou k zefektivnění výroby. K těm významnějším lze přiřadit například přístavbu expedičního skladu či novou plnicí linku, díky níž zvýší kapacitu produkce.

Plán investic do dlouhodobého majetku pro nadcházející léta byl sestaven po konzultaci s managementem firmy. Pro minulé období byl koeficient náročnosti vypočítán na hladině 35,9 % a na období následující ve výši 41,5 %.

4.2.5 Kalkulovaná úroková míra

Další nutností je stanovit diskontní míru pro ocenění podniku. Ta bude stanovena na základě WACC, tedy průměrných vážených nákladů na kapitál, sestávající se z nákladů na vlastní kapitál a nákladů na kapitál cizí.

Vzhledem k subjektivní povaze ocenění tohoto podniku byla pro výpočet **nákladů vlastního kapitálu** užitá komplexní stovebnicová metoda.

Za hodnotu bezrizikové výnosové míry byla vložena výnosnost státních dluhopisů s dobou splatnosti deset a více let, tedy hodnota 4,33 % [MF ČR].

Jednotlivá kritéria z každé skupiny rizik byla oceněna rizikovou přírážkou kdy:

- nízké riziko = 0,137 %,
- přiměřené riziko = 0,353 %,
- zvýšené riziko = 0,695 %,
- vysoké riziko = 1,236 %.

Jako rizika oboru jsou brány v potaz růstové možnosti daného oboru podnikání, ovlivnění ekonomickým cyklem a dále také možnosti inovací. Za rizika trhu lze považovat jeho velikost a pružnost. Pro další rizika plynoucí z konkurence byly užitý: cenová úroveň, diferenciací (šíře a hloubka) sortimentu, kvalita a intenzita reklamy. Management byl ohodnocen dle schopností tvořit vize, strategie a prognózy a dle složitosti organizační struktury.

Konečně sestavení nákladů na vlastní kapitál zachycuje tabulka č. 26.

Tab. 26 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Bezriziková výnosová míra			4,33%
<i>I. Rizika oboru</i>	<i>0,84%</i>		
<i>II. Rizika trhu</i>	<i>1,05%</i>		
<i>III. Rizika z konkurence</i>	<i>1,40%</i>		
<i>IV. Management</i>	<i>0,83%</i>		
<i>V. Výrobní proces</i>	<i>0,84%</i>		
<i>VI. Specifické faktory</i>	<i>1,40%</i>		
<i>Obchodní riziko</i>		<i>6,36%</i>	
<i>Finanční riziko</i>		<i>0,99%</i>	
Riziková prémie celkem			7,35%
Prémie za nižší likviditu			1,50%
Náklady vlastního kapitálu			13,18%

Zdroj: Vlastní výpočty

Náklady na cizí kapitál činí 7,7 %. Dospělo se k nim z průměru jednotlivých poměrů placených nákladových úroků a bankovních úvěrů (dlouhodobých a krátkodobých). Z finanční analýzy byly pak zjištěny k 31. 12. 2010, resp. k 1. 1. 2011, údaje o výši podílu vlastního (47 %) a cizího kapitálu (53 %) na celkovém kapitálu podniku. **Výsledná diskontní míra** je pak dopočtena z předchozích výsledků a doplněna sazbou daně z příjmu právnických osob ve výši 19 %:

$$WACC = 0,077 * (1 - 0,19) * 0,53 + 0,1318 * 0,47 = 9,5 \%$$

4.2.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnot

Završením analýzy generátorů hodnoty je předběžné ocenění právě jejich prostřednictvím. Toto lze uskutečnit, jsou-li generátory patřičně odůvodněny z finanční analýzy. Hodnota podniku se díky tomuto nástroji stanoví pouze orientačně – v rámci řádu, a pro další výpočty není nikterak určující.

Průměrná zisková marže se pro toto předběžné ocenění vypočítá jako průměr z marže po odpisech a po dani z příjmu právnických osob. Činí tedy 14,5 %.

Tab. 27 Přepočet ziskové marže

Položka v (%)	2011	2012	2013	2014	2015
Zisková marže před odpisy	23,8	23,9	23,1	23,3	23,0
Podíl odpisů na tržbách	5,9	5,5	4,9	5,3	5,9
Zisková marže po odpisech	17,9	18,5	18,2	18,0	17,0
Zisková marže po dani (19 %)	14,5	15,0	14,8	14,6	13,8

Zdroj: Vlastní výpočty

K tomuto účelu byly vytvořeny tři odlišné varianty: pesimistická, optimistická a varianta střední. Střední varianta byla naplněna již vypočtenými údaji, ostatní jsou stanoveny pouze subjektivním odhadem.

Tab. 28 Předběžné ocenění

Generátor hodnoty	Označení	Varianta		
		Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	g	4%	5%	6%
Zisk. marže po odpisech a po dani	r _{ZPx}	13,5%	14,5%	16,5%
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst pracovního kapitálu	k _{WC}	27,8 %	26,8 %	25,8 %
- růst dlouhodobého majetku	k _{DMx}	5,1 %	4,1 %	3,1 %
- investice netto celkem		32,9 %	30,9 %	28,9 %
Kalkulovaná úroková míra	i _k	10,5 %	9,5%	8,5%

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledky předběžného ocenění:

- pesimistická varianta výnosové hodnoty podniku $H_b = 92$ mil. Kč
- střední varianta výnosové hodnoty podniku $H_b = 171$ mil. Kč
- optimistická varianta výnosové hodnoty podniku $H_b = 349$ mil. Kč

Jak lze vidět, byla hodnota společnosti na základě předběžného ocenění prostřednictvím generátorů hodnoty vyčíslena na 171 mil. Kč. Je možné, že se její vývoj v budoucnosti bude pohybovat v rozmezí variant pesimistické až optimistické, tedy v intervalu od 92 mil. Kč až po 349 mil. Kč.

4.3 Sestavení finančního plánu

Důležitým podkladem pro vytvoření tohoto plánu je analýza a prognóza generátorů hodnoty, z níž máme naplánované hlavní položky. Dalším výchozím bodem pro sestavení byla rovněž provedená finanční a strategická analýza.

Časové období pro vytvoření finančního plánu je pětileté na léta 2011 až 2015.

Finanční plán je uveden v příloze č. 9 .

4.4 Návrh ocenění podniku

4.4.1 Ocenění podniku paušální metodou KČV

Tato analytická metoda vychází z rozboru minulých výsledků hospodaření podniku, a proto je jasné, že nebere v úvahu možnosti budoucího růstu podniku. Její finální hodnotu lze z tohoto důvodu považovat za spodní hranici odhadu výnosové hodnoty společnosti.

Tab. 29 Výpočet UVH (v tis. Kč)

Položka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
VH před zdaněním	-6 839	2 198	1 364	12 021	14 211	13 782	17 832
(+) odpisy	4 297	4 886	4 885	4 254	4 430	5 128	6 334
(-) Finanční výnosy	-244	-56	-270	-180	-841	-459	-393
(-) Tržby z prodeje DM	-634	-513	-884	-397	-94	-177	-995
(+) ZC prodaného DM	821	419	514	578	145	153	1 238
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0
Upravený VH (UVH) před odpisy	-2 599	6 934	5 609	16 276	17 851	18 427	24 016
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,028</i>	<i>1,019</i>	<i>1,025</i>	<i>1,028</i>	<i>1,063</i>	<i>1,01</i>	<i>1,005</i>
<i>Cen. index bazický vztaž. k roku 2010</i>	<i>0,863</i>	<i>0,880</i>	<i>0,902</i>	<i>0,927</i>	<i>0,985</i>	<i>0,995</i>	<i>1,000</i>
UVH upravený o inflaci	-3 011	7 884	6 222	17 562	18 120	18 519	24 016
Váhy	1	2	3	4	5	6	7
UVH upravený o inflaci x váhy	-3 011	15 767	18 665	70 247	90 598	111 115	168 112

Zdroj: Vlastní výpočty

Na počátku výpočtu je nejprve nutné upravit výsledek hospodaření před zdaněním za jednotlivé roky o položky (viz tabulka č. 29) tak, abychom získali tzv. upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy. Poté je zapotřebí z běžných meziročních indexů spočítat indexy bazické, které jsou vztaženy k roku poslednímu (2010) a vynásobit vahami jednotlivých let UVH před odpisy. Vahami zohledníme to, že se vzdálená minulost na hodnotě trvalých čistých výsledků podílí méně.

Tab. 30 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	16 839
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	7 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	9 839
Daňový základ	10 505
Daň 19 %	1 996
Trvale odnímatelný čistý výnos po daní	7 843
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0 %
Kalkulovaná úroková míra	11,2 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy je získán poměrem celkového součtu váženého UVH před odpisy a součtu vah. Dále je snížen o odpisy z reprodukčních cen a zdaněn. Tímto postupem byl obdržen čistý výnos, který lze rozdělit, aniž by se snížila majetková podstata podniku.

Pro výpočet výnosové hodnoty je stanovena kalkulovaná úroková míra jako rozdíl hodnot nákladů na vlastní kapitál a předpokládané dlouhodobé inflace.

Tab. 31 Hodnota podniku dle paušální metody KČV (v tis. Kč)

Výnosová hodnota provozní	70 153
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	70 153

Zdroj: Vlastní výpočty

V tabulce č. 31 je výnosová hodnota provozní spočtena jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po daní (7 843 tis. Kč) a kalkulované úrokové míry (11,2 %). Následuje odpočet neprovozního majetku, kterým však podnik k datu ocenění nedisponuje. Hodnota vlastního kapitálu podniku Vinselekt Michlovský, a. s. dle metody kapitalizovaných čistých výnosů činí k 1. 1. 2011 **70 153 tis. Kč**.

4.4.2 Ocenění podniku metodou DCF entity

Výpočet ocenění podniku pomocí metody DCF entity je uskutečněn pomocí dvoufázové metody, jejíž vzorec je uveden v kapitole 2.10.1. V takovémto případě je budoucí období rozděleno na dvě fáze. Do první fáze je zařazeno období, pro které je sestaven finanční plán, tedy do roku 2015.

Na začátku je nezbytné provést kalkulaci provozně nutného investovaného kapitálu, který se sestává ze součtu provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu. Přehled hodnot udává tabulka č. 32.

Tab. 32 Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	111 542	111 559	111 711	111 984	112 299	112 863
Upravený pracovní kapitál	70 681	72 869	76 154	79 235	91 223	83 959
Investovaný kapitál celkem	182 223	184 428	187 865	191 219	203 522	213 698

Zdroj: Vlastní výpočty

Ve výpočtu první fáze nejprve dojde ke zdanění korigovaného provozního výsledku hospodaření sazbou daně 19 %. Odpisy jsou převzaty v plné výši z finančního plánu, jelikož se celé vztahují k provoznímu majetku. Dále je KPVH navýšený o hodnotu změny investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a změny investic do provozně nutného pracovního kapitálu. S pomocí kalkulované úrokové míry, převzaté z části 4.2.5, dojde k výpočtu diskontovaných hodnot volných peněžních toků.

Tab. 33 Volné cash flow pro 1. fázi (v tis. Kč)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Korigovaný provozní VH	24 165	25 018	26 509	29 728	26 582
Upravená daň	4 591	4 753	5 037	5 648	5 051
Korigovaný provozní VH po dani	19 573	20 265	21 472	24 079	21 531
Odpisy	7 229	6 803	6 594	8 288	8 740
Investice do provozně nutného DM	-7 246	-6 955	-6 867	-8 603	-9 304
Investice do provozně nutného PK	-2 188	-3 285	-3 082	-11 988	7 264
FCFF	17 369	16 827	18 118	11 777	28 231
Odúročitel pro diskontní míru: (9,5 %)	0,9132	0,8340	0,7617	0,6956	0,6352
Diskontované FCFF k 1. 1. 2011	15 862	14 034	13 799	8 192	17 933

Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnotu první fáze udává prostý součet jednotlivých FCFF a ta činí 51 887 tis. Kč.

K výpočtu pokračující hodnoty je zapotřebí nejprve stanovit jisté vstupní veličiny. A těmi jsou: míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovní kapitálu a dále také rentabilita investic netto. Tempo růstu bylo převzato z tr-

žeb pro projektované období. Pro vyčíslení míry investic netto byl stanoven přírůstek investic pro rok 2015 a podělen korigovaným VH po dani.

Tab. 34 Kalkulace hodnoty druhé fáze

Tempo růstu	5,0%
Míra investic netto do DM a PK	47,3%
Rentabilita investic netto	10,6%
<i>FCFF 2015</i>	11 923 tis. Kč
Parametrický vzorec	264 951 tis. Kč
Gordonův vzorec	264 951 tis. Kč

Zdroj: Vlastní výpočty

S pomocí dat uvedený v tabulce č. 33 byla vypočtena hodnota druhé fáze. Obsahem druhé fáze je období od konce první fáze, v našem případě rok 2015, do nekonečna. Tato hodnota se nazývá pokračující a je vypočtena díky Parametrickému a Gordonova vzorci. Výsledná hodnota druhé fáze vychází shodně s použitím obou nástrojů, a to 11 923 tis. Kč. Ta se však musí pro účely ocenění převést diskontováním na současnou hodnotu.

Tab. 35 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Současná hodnota 1. fáze	51 887 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	168 303 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	220 190 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	52 801 tis. Kč
Provozní hodnota netto	167 391 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	167 391 tis. Kč

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledná hodnota společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. je dle metody DCF entity k 1. 1. 2011 stanovena ve výši **167 391 tis. Kč**.

4.4.3 Ocenění podniku metodou EVA

Za třetí metodu ocenění byla zvolena metoda ekonomické přidané hodnoty, jež se v posledních letech stala hojně používanou. Ukazatel EVA je měřítkem úspěšnosti podniku a především růstu hodnoty pro akcionáře podniku.

Výpočet této metody je založen na obdobném principu jako u modelu předcházejícího. Není však založena na volných peněžních tocích, ale na ukaza-

teli budoucích hodnot (EVA). Při správné aplikaci by konečné výsledky obou metod měli vyjít přibližně stejně.

K výpočtu je zapotřebí získat hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění (NOPAT) a položku (NOA) – provozně nutný investovaný kapitál.

U ukazatele NOPAT je zaznamenána v průběhu následujících let rostoucí tendence, výjimkou je pouze rok 2015.

Tab. 36 Vypočet diskontované hodnoty ukazatele EVA (tis. Kč)

Položka k 31. 12.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	17 392	19 573	20 265	21 472	24 079	21 531
NOA k 31. 12.	182 223	184 428	187 865	191 219	203 522	213 698
WACC x NOA _{t-1}		17 311	17 521	17 847	18 166	19 335
EVA		2 262	2 744	3 625	5 914	2 197
Odúročitel pro diskontní míru (9,5 %)		0,9132	0,8340	0,7617	0,6956	0,6352
Diskontovaná EVA		2 066	2 288	2 761	4 113	1 395

Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnotu 1. fáze získáme kumulováním diskontovaných hodnot ukazatele EVA k poslednímu roku plánu (2015). Diskontní míra je vymezena jako průměrné náklady na kapitál ve výši 9,5 %. V předcházející tabulce č. 36 je naznačen způsob výpočtu hodnot diskontované EVA pro léta 2011 – 2015, jenž jsou dána součinem EVA a odúročitele. Z tabulky je patrné, že podnik i v budoucnu bude vytvářet novou hodnotu pro akcionáře.

Na začátku druhé fáze je nejprve nutné určit hodnotu EVA_t, v roce 2016 je rovna: EVA₂₀₁₆ = 1 791 tis. Kč. Následuje dosazení do vzorce pro pokračující hodnotu:

$$PH = \frac{EVA_{2016}}{9,5\% - 5\%} = 39\,896 \text{ tis. Kč}$$

Po tomto kroku se pokračují hodnota převede do současné hodnoty jako u metody DCF, s výsledkem 25 343 tis. Kč. Po sečtení hodnot 1. a 2. fáze je získána tržní přidaná hodnota (MVA), což je současná hodnota budoucích EVA. K ní je dále připočten provozně nutný investovaný kapitál k datu ocenění, tj. 1. 1. 2011, a obdrží se provozní hodnota brutto. Následuje odpočet cizího úročného kapitálu se stavem k 1. 1. 2011. Poslední krok spočívá v připočtení neprovozního majetku společnosti k hodnotě netto. V případě oceňované firmy je však tato

položka rovna 0. Konečná hodnota i hodnota brutto jsou shodné jako v případě užití metody DCF entity. Až nyní je jasně patrné, že z provozní hodnoty brutto je 182 223 tis. Kč vytvořeno již nyní a 37 967 tis. Kč vytvoří přidaná hodnota v budoucnosti.

Souhrnný výpočet touto metodou je zobrazen v tabulce č. 37.

Tab. 37 Výsledná hodnota dle EVA k 1. 1. 2011

Současná hodnota 1. fáze	12 624 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	25 343 tis. Kč
MVA	37 967 tis. Kč
NOA k datu ocenění	182 223 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	220 190 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	52 801 tis. Kč
Provozní hodnota netto	167 391 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	167 391 tis. Kč

Zdroj: Vlastní výpočty

Akciová společnost VINSELEKT MICHLOVSKÝ byla k 1. 1. 2011 oceněna prostřednictvím výnosové metody ekonomické přidané hodnoty (EVA) na **167 391 tis. Kč**.

5 Diskuze výsledků

Hlavním tématem této práce byl proces oceňování podniku. Nejdříve bylo nezbytné si toto téma více přiblížit za pomoci dostupné odborné české i zahraniční literatury. V podmínkách České republiky se oceňováním nejvýrazněji zabývá prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., a proto je v této práci využit postup dle jeho doporučení.

Nezbytným krokem pro stanovení výsledné hodnoty společnosti bylo provedení několika pomocných analýz, které jsou uvedeny ve vlastní části práce.

Jako první byla uskutečněna **strategická analýza**, s cílem zhodnotit vnější a vnitřní prostředí trhu, na kterém se podnik pohybuje. Podnik svým zaměřením spadá dle klasifikace CZ-NACE 11.02 - výroba vína z vinných hroznů a jako relevantní trh pro ocenění bylo vymezeno celé území České republiky. Tento trh obsluhuje především prostřednictvím obchodních řetězců, sítí restaurací a hotelů. Svoji činnost však rozšiřuje i na zahraniční trhy, např. Slovensko. K odhadu budoucích hodnot relevantního trhu byla užitá spojnice trendu. Analýza atraktivity trhu přinesla zjištění, že výše zmíněný trh je i přes značné bariéry vstupu do odvětví (především kapitálové náročnosti) atraktivní. Výsledná hodnota 53 % má souvislost hlavně s možností růstu trhu do budoucna díky rozvoji nových technických postupů. Vnější prostředí bylo podrobena těmto analýzám: PESTE analýza a Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Přinesly informace o tom, že se jedná o vysoce konkurenční prostředí, ve kterém je nutné sledovat nové trendy a inovace.

V analýze vnitřního prostředí bylo zjištěno, že tržní podíl v průběhu let kolísá od 1,3 % - 1,9 %. Na tuzemském trhu se tato společnost dá zařadit mezi podniky s dobrou perspektivou, jelikož vypočtená konkurenční síla je mírně nad průměrem konkurentů, a to na hladině 62 %. Ke konkurenčním výhodám podniku, které mají význam pro zákazníky, patří například cenová úroveň a kvalita nabízených výrobků. Za negativní faktor lze označit nízkou intenzitu reklamy.

Výstupem zpracování obou popisovaných prostředí je SWOT analýza, která přehledně sumarizuje zjištěné výsledky. V závěru shrnutí strategické analýzy lze na základě předešlých zjištění vyřknout výrok o tom, že existuje reálnost dlouhodobého trvání společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s.

Dokreslit celkový pohled na podnik umožnila **finanční analýza**. Největší položkou aktiv jsou aktiva oběžná (zásoby nedokončené výroby a polotovary), v pasivech jsou to cizí zdroje (krátkodobé závazky, bankovní úvěry a dlouho-

dobý závazek vůči majiteli firmy). Poměr cizího a vlastního kapitálu se ve společnosti vyvíjí příznivě a k 1. 1. 2011 činí 53:47. Společnost dosahovala kromě prvního roku svého založení kladného provozního i celkového výsledku hospodaření a ten se každým rokem výrazně zvyšuje. Analýza poměrových ukazatelů poukázala na stále se zvyšující samostatnost podniku. Odhalila však i vysokou vázanost zásob, která vyplynula z vysokého rozdílu ukazatelů běžné a pohotové likvidity a také z ukazatelů obratovosti aktiv. Dalo by se říci, že v této oblasti dle spider grafu (alespoň co se týká konkurence), panuje shoda. Dobré víno si žádá čas a musí řádně dozrát. Ukazatelé rentability dosahují podstatně příznivějších výsledků. Bankrotní modely zařadily podnik k těm, jenž se nacházejí v nevyhraněné finanční situaci a v některých letech dokonce směřující až k bankrotu. Avšak převážná část ukazatelů indikuje pomalu zlepšující se stav. Ve srovnání s konkurenční firmou Znovínem Znojmo, a. s., byly zjištěny jisté nedostatky v některých oblastech, avšak v řadě ukazatelů vládne shoda. Je nutné také dodat, že konkurenční firma působí na trhu již od roku 1992.

Na konci shrnutí finanční analýzy lze konstatovat, že z finančního hlediska není ohrožena další činnost tohoto podniku.

Dále byla vypracována **analýza a prognóza generátorů hodnoty**. Ta dovolila provést předběžné ocenění. K hodnoceným a prognózovaným generátorům patřili tyto: tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Na základě budoucího vývoje těchto indikátorů byl sestaven finanční plán pro období následujících 5 let. K účelu ocenění muselo také dojít k rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Posledním krokem v této části práce bylo vyčíslení celkových nákladů na kapitál (9,5 %). Náklady na cizí kapitál byly určeny jako poměr nákladových úroků a bankovních úvěrů k 1. 1. 2011 na hladině 7,7 %. Ke stanovení nákladů na vlastní kapitál byla užita komplexní stavebnicová metoda, jenž je určila na úrovni 13,18 %.

Závěrečným a nejdůležitějším úkolem byl **návrh ocenění podniku**. Kalkulací výsledné hodnoty podniku se v této práci věnovaly tři výnosové metody a sice metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě entity, metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) a paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

Hodnota vlastního kapitálu akciové společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ za použití paušální **metody kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)** činí **70 153 tis. Kč**.

Konečná hodnota podniku VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. stanovená dle dvoufázové metody DCF entity a metody EVA činí **167 391 tis. Kč**.

6 Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovit subjektivní hodnotu podniku VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. k 1. 1. 2011 jako podklad pro interní potřeby managementu. Zvoleny byly výnosové metody: DCF ve variantě entity, metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) a ocenění podniku paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. působí na trhu od roku 2004 a její podnikatelská činnost se zaměřuje na výrobu vína z vinných hroznů. Od svého založení sbírá každý rok díky kvalitě svých vín, řadu prestižních ocenění a medailí na domácí i zahraniční půdě. Sídlo tohoto mladého podniku je v Rakvicích, a však tato společnost působí v rámci celé České republiky. VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. lze považovat za stabilní a uznávanou společnost. Vyhledky do budoucnosti jsou takové, že se její situace bude i nadále zlepšovat, a to hlavně díky jejímu potenciálu.

Samotnému ocenění společnosti předcházelo provedení hned několika dílčích kroků, jejichž prostřednictvím bylo dosaženo hlavního cíle. Tou první analýzou byla strategická analýza, v níž byla popsána stávající vysoce konkurenční situace v odvětví a odhad dalšího možného vývoje. Konzumace vína se stále zvyšuje. Má spojitost s tradicí a naší kulturou a tím se situace pro firmu jeví jako velmi příznivá. Za mírné riziko je možné brát plánovaný zásah státu v podobě zavedení spotřební daně z vína, který je zatím stanovený od roku 2014.

Ve finanční analýze byla vyhodnocena celková úspěšnost firmy od počátku její transformace na obchodní společnost. Každým rokem nabývaly ukazatelé příznivějších hodnot. Finanční situace společnosti je vzhledem k dnešní ekonomické situaci na dobré úrovni a firma hospodaří s uspokojivým ziskem.

Poslední podpůrnou částí byla analýza a prognóza generátorů hodnoty, která z části přejímala výsledky ze strategické analýzy. Následně byl sestaven finanční plán, díky němu mohlo dojít k finálnímu ocenění.

Dle mého názoru bylo zadaného cíle práce dosaženo. Zvolené metody byly naplněny a dospělo se k závěru. Výsledná subjektivní hodnota ocenění k datu 1. 1. 2011 byla stanovena na úrovni výsledků DCF a EVA na 167 391 tis. Kč zaokrouhlena na **167 400 tis. Kč**. Zde je nutné ještě zdůraznit, že velmi záleží na samotném oceňovateli k jaké hodnotě dospěje. Může mít rozdílné informace o daném prostředí či využije jiných metod.

Na úplný závěr lze zájemce o špičková vína pana Michlovského pozvat na prohlídku tohoto vinařství. Bude jim představen celý proces vzniku tohoto

ušlechtilého nápoje, jeho stáčení a uchovávání. Po ukončení výkladu odborníka následuje ochutnávka vybraných druhů vín a je opravdu na co se těšit.

7 Literatura

Literární zdroje

- (1) BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozšířené vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3
- (2) ČERNÁ, A. *Finanční analýza*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1997. 293 s.
- (3) GRÜNWARD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 79 s. ISBN 80-245-0700-5.
- (4) KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- (5) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha : C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- (6) KONEČNÝ, M. *Podniková ekonomika*. 6. Vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2007. 184 s. ISBN 978-80-214-3465-3.
- (7) KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
- (8) MAREK, P. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.
- (9) MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Vyd. 2. /. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- (10) MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-808-6929-675.
- (11) MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

- (12) NEUMAIEROVÁ, I., LECIÁNOVÁ, G. a kol. *Řízení hodnoty podniku, aneb, Nedělejme z podniku záhadu*. 1. české vyd. Praha: Profess Consulting, c2005, 233 s. ISBN 80-7259-022-7.
- (13) OPLUŠTILOVÁ, L. *Analýza finanční situace podniku na základě účetních výkazů*. Bakalářská práce. Mendelova univerzita v Brně. Brno, 2010, 57 s.
- (14) RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza, Distanční studijní opora*. 2. vyd. Opava: Slezská univerzita, 2007. 126 s. ISBN 978-80-7248-417-1.
- (15) SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 195 s. ISBN 80-7226-562-8
- (16) SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- (17) SYNEK, M. *Manažerská ekonomika*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2003. 466 s. ISBN 80-247-0515-X.
- (18) VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 1997, 247 s. ISBN 80-901991-6-x.
- (19) VOCHOZKA, M. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.
- (20) WILD, J. *Financial statement analysis*. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2005. 800 s. ISBN 0-073-10023-4.
- (21) ŽIVĚLOVÁ, I. *Finanční řízení podniku I*. ES MZLU v Brně, 2001. 105 s. ISBN 80-7157-339-6.

Internetové zdroje

- (22) BUBLÍKOVÁ, L., *Situační a výhledová zpráva réva vinná a víno 2011 - červenec 2011* [online]. [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: < http://eagri.cz/public/web/file/128921/SVZ_2011.pdf >

- (23) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Časové řady: Mzdy, náklady práce*. [online]. [cit. 2012-04-20]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/pmz_cr>.
- (24) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Průřezové statistiky: Makroekonomické údaje*. [online]. [cit.2012-04-25]. Dostupné z: <<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>>.
- (25) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Statistická ročenka České republiky 2011: Zemědělství*. [online]. [2012-04-15]. Dostupné z: <<http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/kapitola/0001-11-2010-1300>>.
- (26) DOBRÁ VINOTÉKA: *Vinařství Vinselekt Michlovský*. [online]. [cit. 2012-04-27]. Dostupné z: <<http://www.dobravinoteka.cz/vinarstvi/vinselekt-michlovsky-v14>>.
- (27) GLOBAL WINES: *Vinselekt Michlovský*. [online]. [cit. 2012-04-27]. Dostupné z www: <<http://www.global-wines.cz/vinselekt-michlovsky>>.
- (28) MINISTERSTVO FINANČÍ ČR: *Ekonomický výkon*. [online]. [cit. 2012-4-25]. Archiv emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (SDD) – 2010. Dostupné z www: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/emise_sd.html?year=2010>
- (29) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Přílohy*. [online]. [cit. 2012-04-27]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument71656.html>>.
- (30) OFICIÁLNÍ SERVER ČESKÉHO SOUDNICTVÍ. *Sbírka listin: Znovín Znojmo, a. s.* [online]. [cit. 2012-04-12]. Dostupné z: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a177440&klic=iNkq4FnOMsLS4JDOZcVrtA%3d%3d>>.
- (31) STÁTNÍ ZEMĚDĚLSKÁ A POTRAVINÁŘSKÁ INSPEKCE: *Víno*. [online]. [cit. 2012-04-27]. Dostupné z:<<http://www.szpi.gov.cz/docDetail.aspx?docid=1006609&docType=ART&nid=11427&chnum=2>>

- (32) VINO-GRIM: *Moravská vinařská oblast*. [online]. [cit. 2012-04-28].
Dostupné z: <<http://www.vino-grim.cz/vinarska-oblast-morava.html>>
- (33) VÍNO RÁDCE: *Vinařské oblasti*. [online]. [cit. 2012-04-14]. Dostupné z: <<http://vino-radce.cz/vinarske-oblasti/>>
- (34) VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s.. *O společnosti*. [online]. [cit. 2012-04-25].
Dostupné z: <<http://www.michlovsky.com>>.
- (35) ZÁKONY ON-LINE. *Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník* [online]. 2012
[cit. 2012-01-07]. Dostupný z www: <<http://www.zakony-cz/?s1&q1=all>>.

Ostatní zdroje

- (36) Výroční zprávy společnosti VINSELEKT MICHLOVSKÝ, a. s. za roky 2004
- 2010

8 Seznam zkratk

BL – běžná likvidita
CA- celková aktiva
CAPM – model oceňování kapitálových aktiv
CZ celkové závazky
ČPK – čistý pracovní kapitál
d – sazba daní z příjmů
DCF – diskontované cash flow
DHM v ZC – dlouhodobý hmotný majetek v zůstatkových cenách
DNVJ – dluh na vlastní jmění
DZ – dlouhodobé závazky + bankovní úvěry
EBIT – provozní hospodářský výsledek
EVA – ekonomická přidaná hodnota
FP – finanční páka
KPVH – korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ – krátkodobé závazky + běžné bankovní úvěry
MVA – tržní přidaná hodnota
OA – oběžná aktiva
ROA – rentabilita celkového vloženého kapitálu
ROCE – rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROE – rentabilita vlastního kapitálu
SA – stálá aktiva
T – celkové tržby
TOVČ – trvale odnímatelný čistý výnos
t – příslušný rok
t-1 – předcházejí rok
U – úrok z použitých úvěrů
VJ – vlastní jmění
Z – zisk po zdanění
ZUD – zisk před zdaněním
WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

Seznam tabulek

Tab. 1	Vývoj plochy vinic, sklizně a výnosu v letech 2004 - 2010	41
Tab. 2	Vývoj roční spotřeby stolních hroznů a vína	41
Tab. 3	Makroekonomické údaje za období 2004 - 2010	42
Tab. 4	Vývoj průměrných mezd v ČR a mezd v zemědělství	43
Tab. 5	Vymezení relevantního trhu	47
Tab. 6	Prognóza relevantního trhu	47
Tab. 7	Analýza a prognóza tržního podílu	48
Tab. 8	Atraktivita vinařského trhu	49
Tab. 9	Průměrný počet zaměstnanců firmy	51
Tab. 10	Souhrnná konkurenční síla podniku	53
Tab. 11	SWOT analýza	54
Tab. 12	Vertikální analýza aktiv v letech 2004 - 2010	58
Tab. 13	Vývoj ČPK v letech 2004 - 2010	60
Tab. 14	Ukazatele rentability	61
Tab. 15	Ukazatele aktivity	62
Tab. 16	Vývoj ukazatelů zadluženosti	64
Tab. 17	Ukazatele likvidity	66
Tab. 18	Hodnoty Indexu důvěryhodnosti v letech 2004 - 2010	67
Tab. 19	Hodnoty Z-skóre v letech 2004 - 2010	68
Tab. 20	Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)	71
Tab. 21	Výpočet KPVH (v tis. Kč)	72
Tab. 22	Vývoj tržeb podniku a jejich prognóza	73
Tab. 23	Výpočet ziskové marže shora	74
Tab. 24	Upravený pracovní kapitál v letech 2004 - 2010	75
Tab. 25	Prognóza upraveného pracovního kapitálu na léta 2011 - 2015	75
Tab. 26	Stanovení nákladů na vlastní kapitál	76
Tab. 27	Přepočet ziskové marže	77
Tab. 28	Předběžné ocenění	78
Tab. 29	Výpočet UVH (v tis. Kč)	79
Tab. 30	Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)	80
Tab. 31	Hodnota podniku dle paušální metody KČV (v tis. Kč)	80
Tab. 32	Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)	81
Tab. 33	Volné cash flow pro 1. fázi (v tis. Kč)	81
Tab. 34	Kalkulace hodnoty druhé fáze	82
Tab. 35	Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu	82
Tab. 36	Výpočet diskontované hodnoty ukazatele EVA (tis. Kč)	83
Tab. 37	Výsledná hodnota dle EVA k 1. 1. 2011	84

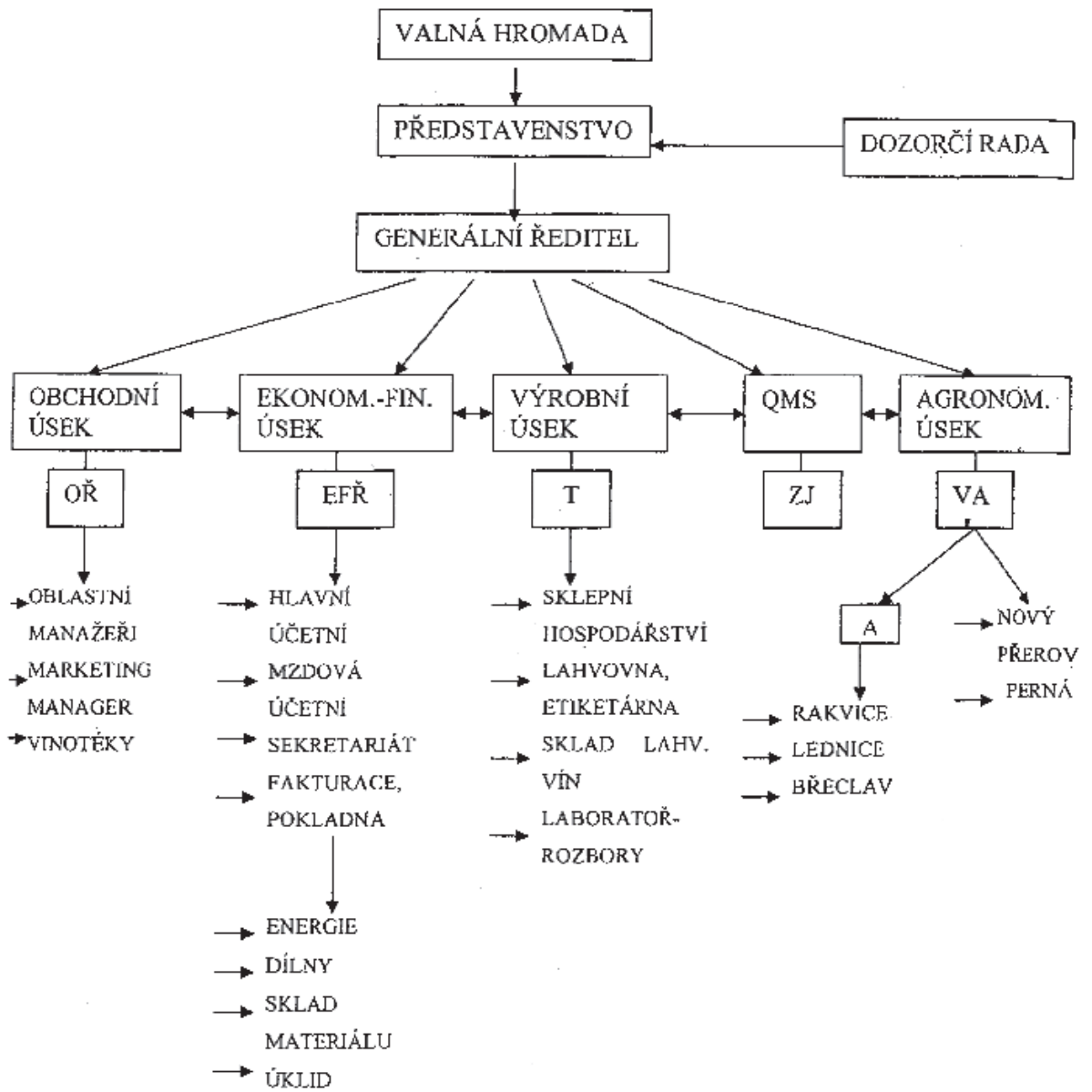
Seznam obrázků

Obr. 1	Analýza vývoje potenciálu podniku (Mařík, 2011)	17
Obr. 2	Modely DCF (Kislingerová, 2001)	31
Obr. 3	Mapa vinařských oblastí ČR (32)	40
Obr. 4	Vývoj průměr. mzdy a mzdy v zemědělství v ČR za léta 2004 - 2010	43
Obr. 5	Vývoj aktiv společnosti v letech 2004 - 2010	55
Obr. 6	Vývoj pasiv společnosti v letech 2004 - 2010	56
Obr. 7	Vývoj výsledků hospodaření v letech 2004 - 2010	57
Obr. 8	Vertikální analýza pasiv společnosti v letech 2004 - 2010	59
Obr. 9	Vývoj ČPK v letech 2004 - 2010	60
Obr. 10	Vývoj ukazatelů rentability v letech 2004 - 2010	62
Obr. 11	DO pohledávek a závazků z obchod. vztahů v letech 2004 - 2010	63
Obr. 12	Vývoj zadluženosti podniku v letech 2004 - 2010	65
Obr. 13	Vývoj ukazatelů likvidity	67
Obr. 14	Vývoj indexu důvěryhodnosti (IN ₉₅)	68
Obr. 15	Vývoj Z-skóre v letech 2004 - 2010	69
Obr. 16	Vývoj tržeb v podniku a jejich prognóza	73

Přílohy

- Příloha č. 1: Organizační struktura podniku
- Příloha č. 2: Rozvaha podniku v letech 2004 - 2010
- Příloha č. 3: Výkaz zisků a ztrát v letech 2004 - 2010
- Příloha č. 4: Horizontální analýza rozvahy
- Příloha č. 5: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát
- Příloha č. 6: Vertikální analýza rozvahy
- Příloha č. 7: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát
- Příloha č. 8: Údaje pro Spider graf analýzu
- Příloha č. 9: Finanční plán 2011 - 2015

Příloha č. 1: Organizační struktura podniku



Příloha č. 2: Rozvaha podniku v letech 2004 – 2010

	Aktiva k 31.12. (tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Aktiva celkem	235 995	213090	185357	213228	218382	229 388	215 333
A.	Pohled. za upsaný VK	0	0	0	0	0	0	0
B.	Stálá aktiva - DM	96693	93136	88789	92922	89997	117 807	111 542
B.I.	Dl. nehmot. majetek	229	86	2	2	2	2	2
B.I.3.	Software	229	86	2	2	2	2	2
B.II.	<i>Dl. hmotný majetek</i>	96464	92555	88366	92920	89995	117 805	111 540
B.II.1.	Pozemky	1728	1728	1728	1728	1728	1 728	1 728
B.II.2.	Stavby	52260	50887	49369	47811	47176	52 562	48 214
B.II.3.	SMV a soubory MV	42323	39803	37132	43244	40744	62 784	56 582
B.II.7.	Nedokončený DHM	153	137	137	137	347	731	5 016
B.III.	<i>Dl. Finanční majetek</i>	0	495	421	0	0	0	0
B.III.1	Podíly v ovl. osobách	0	0	421	0	0	0	0
B.III.6	Požizovaný DFM	0	495	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	135034	116173	93315	117632	126269	109 583	101 939
C.I.	<i>Zásoby</i>	112916	101431	73753	96809	103807	90 132	79 024
C.I.1.	Materiál	10251	7073	6337	8756	10926	10 467	9 742
C.I.2.	Nedok. výr. a polotovary	88948	81578	57703	80203	80115	68 920	57 528
C.I.3.	Výrobky	9967	10132	7542	5603	8757	7 145	8 124
C.I.5.	Zboží	3750	2648	2171	2247	4009	3 600	3 630
C.III.	<i>Kr. pohledávky</i>	9958	13516	12272	16287	19836	18 726	21 374
C.III.1	Pohledl. z obchod. vztahů	8636	13001	12078	15800	18666	17 724	20 697
C.III.6	Stát - daňové pohledávky	0	0	16	14	0	387	0
C.III.7	Kr. poskytnuté zálohy	1286	496	178	467	1078	615	619
C.III.8	Dohadné účty aktivní	1	0	0	0	0	0	0
C.III.9	Jiné pohledávky	35	19	0	6	92	0	58
C.IV.	<i>Kr. finanční majetek</i>	12160	1226	7290	4536	2626	725	1 541
C.IV.1	Peníze	736	333	1058	1739	1717	595	593
C.IV.2	Účty v bankách	11424	893	6232	2797	909	130	948
D.	Ostatní aktiva	4268	3781	3253	2674	2116	1 998	1 852
D.I.	Časové rozlišení	4268	3781	3253	2674	2116	1 998	1 852
D.I.1.	Náklady příštích období	4268	3781	3253	2674	2116	1 998	1 852

	Pasiva k 31.12. (tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Pasiva celkem	235995	213090	185357	213228	218382	229 388	215 333
A.	Vlastní kapitál	52788	53600	54486	64185	75652	87 295	101 488
A.I.	<i>Základní kapitál</i>	65750	65750	65750	65750	65750	65 750	65 750
A.I.1.	Základní kapitál	65750	65750	65750	65750	65750	65 750	65 750
A.II.	<i>Kapitálové fondy</i>	0	0	0	-91	-91	0	0
A.II.3.	Oceňovací rozdíly	0	0	0	-91	-91	0	0
A.III.	<i>Rezerv. fondy</i>	0	0	0	0	1958	2 558	3 158
A.III.1	Zákonný rezervní fond	0	0	0	0	1958	2 558	3 158
A.IV.	<i>VH minulých let</i>	-7848	-14819	-12149	-11263	-3432	7 436	18 387
A.IV.1	Neroz. zisk min. let	723	0	0	0	0	7 436	18 387
A.IV.2	Neuhrazená ztráta min. let	-8571	-14819	-12149	-11263	-3432	0	0
A.V.	<i>VH běžného účet. období</i>	-5114	2669	885	9789	11467	11 551	14 193
B.	Cizí zdroje	183207	159490	130871	148951	142688	142 093	113 566
B.II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>	88903	68047	63079	59922	34217	28 951	27 655
B.II.4.	Závazky ke společníkům	82122	59878	54552	51774	26174	17 820	16 669
B.II.9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0	3 200	2 714
B.II.1	Odložený daňový závazek	6781	8169	8527	8148	8043	7 931	8 272
B.III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	55458	53637	27126	43466	35294	42 539	33 110
B.III.1	Závazky z obchod. vztahů	23950	17817	15719	34128	30254	34 876	22 161
B.III.5	Závazky k zaměstnancům	770	619	612	757	797	931	743
B.III.6	Závazky ze soc. zabez.	404	308	264	320	416	398	511
B.III.7	Stát – daň. závazky a dotace	1924	1534	1084	3789	2314	1 865	2 236
B.III.8	Krátkodobé přijaté zálohy	27775	33007	8932	3770	486	412	387
B.III.1	Dohadné účty pasivní	635	352	489	702	993	871	803
B.III.1	Jiné závazky	0	0	26	0	34	3 374	6 081
B.IV.	<i>Bank. úvěry a výpomoci</i>	38846	37806	40666	45563	73177	70 603	52 801
B.IV.1	Bankovní úvěry dlouhodob.	18946	17906	15666	19563	15331	32 118	42 262
B.IV.2	Kr. bankovní úvěry	19900	19900	25000	26000	57846	38 485	10 539
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	92	42	0	279
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0	0
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0	0	92	42	0	279

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztrát v letech 2004 – 2010

	Položka (v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby za prodej zboží	1537	1335	959	2327	3028	4 189	2 147
A.	N vynalož. na prodané zbo	1501	982	804	1243	1410	2 414	1 480
+	Obchodní marže	36	353	155	1084	1618	1 772	667
II.	Výkony	86024	66643	82238	109980	101777	100 144	113 188
II.1.	T za prodej vl.výr. a služ.	99632	77524	114984	100108	103245	111 642	128 298
II.2.	Změna stavu zásob	-13608	-10881	-32746	9719	-1629	-11 643	-15 182
II.3.	Aktivace	0	0	0	153	161	145	72
B.	Výkonová spotřeba	69577	43851	60492	78128	66310	61 524	65 437
B.1.	Spotřeba mat. a energie	52050	30635	42859	58639	45337	36 905	42 269
B.2.	Služby	17527	13216	17633	19489	20973	24 619	23 168
+	Přidaná hodnota	16483	23145	21901	32936	37085	40 392	48 418
C.	Osobní náklady	15629	13441	12356	13283	15568	16 561	18 720
C.1.	Mzdové náklady	11607	9875	9013	9681	11215	12 204	13 602
C.3.	N na soc. zabez. a zdr. poj.	3928	3399	3160	3391	3926	3 963	4 643
C.4.	Sociální náklady	94	167	183	211	427	394	475
D.	Daně a poplatky	523	467	1058	1070	1306	1 677	1 265
E.	Odpisy DNM a DHM	4297	4886	4885	4254	4430	5 128	6 334
III.	T z prodeje DM a mat.	634	513	884	397	94	177	995
III.1	T z prodeje dl. majetku	14	232	845	265	46	152	929
III.2	Tržby z prodeje materiálu	620	281	39	132	48	25	66
F.	ZC prodaného DM a mat.	821	419	514	578	145	153	1 238
F.1.	ZC prodaného dl. majetku	318	184	504	578	145	37	896
F.2.	Prodaný materiál	503	235	10	0	0	116	342
G.	Změna stavu rezerv	0	0	0	151	-151	166	627
IV.	Ostatní provozní výnosy	653	434	187	1031	1721	1 203	305
H.	Ostatní provozní náklady	1980	798	1053	644	669	1 683	1 073
*	Provozní VH	-5480	4081	3106	14384	16933	16 404	20 461
X.	Výnosové úroky	9	9	7	1	1	0	0
N.	Nákladové úroky	1428	1621	1698	2079	2958	2 393	2 518
XI.	Ostatní finanční výnosy	235	47	263	179	840	459	393
O.	Ostatní finanční náklady	175	318	314	464	605	688	504
*	Finanční VH	-1359	-1883	-1742	-2363	-2722	-2 622	-2 629
Q.	Daň z příjmů	-1725	-471	479	2232	2744	2 231	3 639
Q.1	Daň z příjmů - splatná	0	0	121	2611	2849	2 343	3 298
Q.2	Daň z příjmů - odložená	-1725	-471	358	-379	-105	-112	341
**	VH za běžnou činnost	-5114	2669	885	9789	11467	11 551	14 193
***	VH za účetní období	-5114	2669	885	9789	11467	11 551	14 193
****	VH před zdaněním	-6839	2198	1364	12021	14211	13 782	17 832

Příloha č. 4: Horizontální analýza rozvahy

Změna	2005/2004		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008		2010/2009	
	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.
Ukazatelé												
Aktiva celkem	-22 905	-9,71%	-27 733	-13,01%	27 871	15,04%	5154	2,42%	11006	5,04%	-14055	-6,13%
A. Pohledávky za upsané VK	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B. Dlouhodobý majetek	-3 557	-3,68%	-4 347	-4,67%	4133	4,65%	-2925	-3,15%	27810	30,90%	-6265	-5,32%
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	-143	-62,45%	-84	-97,67%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.I.3. Software	-143	-62,45%	-84	-97,67%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	-3 909	-4,05%	-4 189	-4,53%	4554	5,15%	-2925	-3,15%	27810	30,90%	-6265	-5,32%
B.II.1. Pozemky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.II.2. Stavby	-1 373	-2,63%	-1 518	-2,98%	-1558	-3,16%	-635	-1,33%	5386	11,42%	-4348	-8,27%
B.II.3. SMV a soubory MV	-2 520	-5,95%	-2 671	-6,71%	6112	16,46%	-2500	-5,78%	22040	54,09%	-6202	-9,88%
B.II.7. Nedokončený DHM	-16	-10,46%	0	0,00%	0	0,00%	210	153,28%	384	110,66%	4285	586,18%
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	495	0,00%	-74	-14,95%	-421	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.III.1. Podíly v ovládaných osobách	0	0,00%	421	0,00%	-421	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.III.6. Pořizovaný DFM	495	0,00%	-495	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C. Oběžná aktiva	-18 861	-13,97%	-22 858	-19,68%	24317	26,06%	8637	7,34%	-16686	-13,21%	-7644	-6,98%
C.I. Zásoby	-11 485	-10,17%	-27 678	-27,29%	23056	31,26%	6998	7,23%	-13675	-13,17%	-11108	-12,32%
C.I.1. Materiál	-3 178	-31,00%	-736	-10,41%	2419	38,17%	2170	24,78%	-459	-4,20%	-725	-6,93%
C.I.2. Nedok.výt. a polotovary	-7 370	-8,29%	-23 875	-29,27%	22500	38,99%	-88	-0,11%	-11195	-13,97%	-11392	-16,53%
C.I.3. Výrobky	165	1,66%	-2 590	-25,56%	-1939	-25,71%	3154	56,29%	-1612	-18,41%	979	13,70%
C.I.5. Zboží	-1 102	-29,39%	-477	-18,01%	76	3,50%	1762	78,42%	-409	-10,20%	30	0,83%
C.III. Krátkodobé pohledávky	3 558	35,73%	-1 244	-9,20%	4015	32,72%	3549	21,79%	-1110	-5,60%	2648	14,14%

C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	4 365	50,54%	-923	-7,10%	3722	30,82%	2866	18,14%	-942	-5,05%	2973	16,77%
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	0	0,00%	16	0,00%	-2	-12,50%	-14	-100,00%	387	0,00%	-387	-100,00%
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-790	-61,43%	-318	-64,11%	289	162,36%	611	130,84%	-463	-42,95%	4	0,65%
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	-1	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C.III.9.	Jiné pohledávky	-16	-45,71%	-19	-100,00%	6	0,00%	86	1433,33%	-92	-100,00%	58	0,00%
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	-10 934	-89,92%	6 064	494,62%	-2754	-37,78%	-1910	-42,11%	-1901	-72,39%	816	112,55%
C.IV.1.	Peníze	-403	-54,76%	725	217,72%	681	64,37%	-22	-1,27%	-1122	-65,35%	-2	-0,34%
C.IV.2.	Účty v bankách	-10 531	-92,18%	5 339	597,87%	-3435	-55,12%	-1888	-67,50%	-779	-85,70%	818	629,23%
D.	Ostatní aktiva	-487	-11,41%	-528	-13,96%	-579	-17,80%	-558	-20,87%	-118	-5,58%	-146	-7,31%
D.I.	Časové rozlišení	-487	-11,41%	-528	-13,96%	-579	-17,80%	-558	-20,87%	-118	-5,58%	-146	-7,31%
D.I.1.	Náklady příštích období	-487	-11,41%	-528	-13,96%	-579	-17,80%	-558	-20,87%	-118	-5,58%	-146	-7,31%

Změna	2005/2004		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008		2010/2009		
	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	
Ukazatele													
Pasiva celkem	-22 905	-9,71%	-27 733	-13,01%	27 871	15,04%	5 154	2,42%	11 006	5,04%	-14 055	-6,13%	
A.	812	1,54%	886	1,65%	9 699	17,80%	11 467	17,87%	11 643	15,39%	14 193	16,26%	
A.I.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	
A.I.1.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	
A.II.	0	0,00%	0	0,00%	-91	0,00%	0	0,00%	91	-100,00%	0	0,00%	
A.II.3.	0	0,00%	0	0,00%	-91	0,00%	0	0,00%	91	-100,00%	0	0,00%	
A.III.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1 958	0,00%	600	30,64%	600	23,46%	
A.III.1.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1 958	0,00%	600	30,64%	600	23,46%	
A.IV.	-6 971	88,83%	2 670	-18,02%	886	-7,29%	7 831	-69,53%	10 868	-316,67%	10 951	147,27%	
A.IV.1.	-723	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	7 436	0,00%	10 951	147,27%	
A.IV.2.	-6 248	72,90%	2 670	-18,02%	886	-7,29%	7 831	-69,53%	3 432	-100,00%	0	0,00%	
A.V.	7 783	-152,19%	-1 784	-66,84%	8 904	1006,10%	1 678	17,14%	84	0,73%	2 642	22,87%	

B.	Cizí zdroje	-23 717	-12,95%	-28 619	-17,94%	18 080	13,82%	-6 263	-4,20%	-595	-0,42%	-28 527	-20,08%
B.II.	Dlouhodobé závazky	-20 856	-23,46%	-4 968	-7,30%	-3 157	-5,00%	-25 705	-42,90%	-5 266	-15,39%	-1 296	-4,48%
B.II.4.	Závazky ke společníkům	-22 244	-27,09%	-5 326	-8,89%	-2 778	-5,09%	-25 600	-49,45%	-8 354	-31,92%	-1 151	-6,46%
B.II.9.	Jiné závazky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	3 200	0,00%	-486	-15,19%
B.II.10.	Odložený daňový závazek	1 388	20,47%	358	4,38%	-379	-4,44%	-105	-1,29%	-112	-1,39%	341	4,30%
B.III.	Krátkodobé závazky	-1 821	-3,28%	-26 511	-49,43%	16 340	60,24%	-8 172	-18,80%	7 245	20,53%	-9 429	-22,17%
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	-6 133	-25,61%	-2 098	-11,78%	18 409	117,11%	-3 874	-11,35%	4 622	15,28%	-12 715	-36,46%
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	-151	-19,61%	-7	-1,13%	145	23,69%	40	5,28%	134	16,81%	-188	-20,19%
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení	-96	-23,76%	-44	-14,29%	56	21,21%	96	30,00%	-18	-4,33%	113	28,39%
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	-390	-20,27%	-450	-29,34%	2 705	249,54%	-1 475	-38,93%	-449	-19,40%	371	19,89%
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	5 232	18,84%	-24 075	-72,94%	-5 162	-57,79%	-3 284	-87,11%	-74	-15,23%	-25	-6,07%
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	-283	-44,57%	137	38,92%	213	43,56%	291	41,45%	-122	-12,29%	-68	-7,81%
B.III.11.	Jiné závazky	0	0,00%	26	0,00%	-26	-100,00%	34	0,00%	3 340	9823,53%	2 707	80,23%
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-1 040	-2,68%	2 860	7,56%	4 897	12,04%	27 614	60,61%	-2 574	-3,52%	-17 802	-25,21%
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	-1 040	-5,49%	-2 240	-12,51%	3 897	24,88%	-4 232	-21,63%	16 787	109,50%	10 144	31,58%
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0,00%	5 100	25,63%	1 000	4,00%	31 846	122,48%	-19 361	-33,47%	-27 946	-72,62%
C.I.	Časové rozlišení	0	0,00%	0	0,00%	92	0,00%	-50	-54,35%	-42	-100,00%	279	0,00%
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0,00%	0	0,00%	92	0,00%	-50	-54,35%	-42	-100,00%	279	0,00%

Příloha č. 5: Horizontální analýza VZZ

Ukazatelé	Změna	2005/2004		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008		2010/2009	
		abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.	abs.	rel.
I.	Tržby za prodej zboží	-202	-13,14%	-376	-28,16%	1 368	142,65%	701	30,12%	1 161	38,34%	-2 042	-48,75%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	-519	-34,58%	-178	-18,13%	439	54,60%	167	13,44%	1 004	71,21%	-934	-38,69%
+	Obchodní marže	317	880,56%	-198	-56,09%	929	599,35%	534	49,26%	154	9,52%	-1 105	-62,36%
II.	Výkony	-19 381	-22,53%	15 595	23,40%	27 742	33,73%	-8 203	-7,46%	-1 633	-1,60%	13 044	13,03%
II.1.	T za prodej vlastních výrobků a služeb	-22 108	-22,19%	37 460	48,32%	-14 876	-12,94%	3 137	3,13%	8 397	8,13%	16 656	14,92%
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 727	-20,04%	-21 865	200,95%	42 465	-129,68%	-11 348	-116,76%	-10 014	614,73%	-3 539	30,40%
II.3.	Aktivace	0	0,00%	0	0,00%	153	0,00%	8	5,23%	-16	-9,94%	-73	-50,34%
B.	Výkonová spotřeba	-25 726	-36,97%	16 641	37,95%	17 636	29,15%	-11 818	-15,13%	-4 786	-7,22%	3 913	6,36%
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	-21 415	-41,14%	12 224	39,90%	15 780	36,82%	-13 302	-22,68%	-8 432	-18,60%	5 364	14,53%
B.2.	Služby	-4 311	-24,60%	4 417	33,42%	1 856	10,53%	1 484	7,61%	3 646	17,38%	-1 451	-5,89%
+	Přidaná hodnota	6 662	40,42%	-1 244	-5,37%	11 035	50,39%	4 149	12,60%	3 307	8,92%	8 026	19,87%
C.	Osobní náklady	-2 188	-14,00%	-1 085	-8,07%	927	7,50%	2 285	17,20%	993	6,38%	2 159	13,04%
C.1.	Mzdové náklady	-1 732	-14,92%	-862	-8,73%	668	7,41%	1 534	15,85%	989	8,82%	1 398	11,46%
C.3.	N na soc. zabezpečení a zdr. poj.	-529	-13,47%	-239	-7,03%	231	7,31%	535	15,78%	37	0,94%	680	17,16%
C.4.	Sociální náklady	73	77,66%	16	9,58%	28	15,30%	216	102,37%	-33	-7,73%	81	20,56%
D.	Daně a poplatky	-56	-10,71%	591	126,55%	12	1,13%	236	22,06%	371	28,41%	-412	-24,57%
E.	Odpisy DNM a DHM	589	13,71%	-1	-0,02%	-631	-12,92%	176	4,14%	698	15,76%	1 206	23,52%
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	-121	-19,09%	371	72,32%	-487	-55,09%	-303	-76,32%	83	88,30%	818	462,15%
III.1.	Tržby z prodeje DM	218	1557,14%	613	264,22%	-580	-68,64%	-219	-82,64%	106	230,43%	777	511,18%

III.2.	Tržby z prodeje materiálu	-339	-54,68%	-242	-86,12%	93	238,46%	-84	-63,64%	-23	-47,92%	41	164,00%
F.	ZC prodaného DM a materiálu	-402	-48,96%	95	22,67%	64	12,45%	-433	-74,91%	8	5,52%	1 085	709,15%
F.1.	ZC prodaného DM	-134	-42,14%	320	173,91%	74	14,68%	-433	-74,91%	-108	-74,48%	859	2321,62%
F.2.	Prodaný materiál	-268	-53,28%	-225	-95,74%	-10	-100,00%	0	0,00%	116	0,00%	226	194,83%
G.	Změna stavu rezerv	0	0,00%	0	0,00%	151	0,00%	-302	-200,00%	317	-209,93%	461	277,71%
IV.	Ostatní provozní výnosy	-219	-33,54%	-247	-56,91%	844	451,34%	690	66,93%	-518	-30,10%	-898	-74,65%
H.	Ostatní provozní náklady	-1 182	-59,70%	255	31,95%	-409	-38,84%	25	3,88%	1 014	151,57%	-610	-36,24%
*	Provozní výsledek hospodaření	9 561	-174,47%	-975	-23,89%	11 278	363,10%	2 549	17,72%	-529	-3,12%	4 057	24,73%
X.	Výnosové úroky	0	0,00%	-2	-22,22%	-6	-85,71%	0	0,00%	-1	-100,00%	0	0,00%
N.	Nákladové úroky	193	13,52%	77	4,75%	381	22,44%	879	42,28%	-565	-19,10%	125	5,22%
XI.	Ostatní finanční výnosy	-188	-80,00%	216	459,57%	-84	-31,94%	661	369,27%	-381	-45,36%	-66	-14,38%
O.	Ostatní finanční náklady	143	81,71%	-4	-1,26%	150	47,77%	141	30,39%	83	13,72%	-184	-26,74%

Příloha č. 6: Vertikální analýza rozvahy

	Položka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
A.	Pohledávky za upsaný VK	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.	Stálá aktiva	40,97%	43,71%	47,90%	43,58%	41,21%	51,36%	51,80%
B.I.	Dl.nehmotný majetek	0,10%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.I.3.	Software	0,10%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.II.	Dl. hmotný majetek	40,88%	43,43%	47,67%	43,58%	41,21%	51,36%	51,80%
B.II.1.	Pozemky	0,73%	0,81%	0,93%	0,81%	0,79%	0,75%	0,80%
B.II.2.	Stavby	22,14%	23,88%	26,63%	22,42%	21,60%	22,91%	22,39%
B.II.3.	SMV a soubory MV	17,93%	18,68%	20,03%	20,28%	18,66%	27,37%	26,28%
B.II.7.	Nedokončený DHM	0,06%	0,06%	0,07%	0,06%	0,16%	0,32%	2,33%
B.III.	Dl.finanční majetek	0,00%	0,23%	0,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.III.1	Podíly v ovládaných osobách	0,00%	0,00%	0,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.III.6.	Požizovaný dl. finanční majetek	0,00%	0,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.	Oběžná aktiva	57,22%	54,52%	50,34%	55,17%	57,82%	47,77%	47,34%
C.I.	Zásoby	47,85%	47,60%	39,79%	45,40%	47,53%	39,29%	36,70%
C.I.1.	Materiál	4,34%	3,32%	3,42%	4,11%	5,00%	4,56%	4,52%
C.I.2.	NV a polotovary	37,69%	38,28%	31,13%	37,61%	36,69%	30,05%	26,72%
C.I.3.	Výrobky	4,22%	4,75%	4,07%	2,63%	4,01%	3,11%	3,77%
C.I.5.	Zboží	1,59%	1,24%	1,17%	1,05%	1,84%	1,57%	1,69%
C.III.	Krátkodobé pohledávky	4,22%	6,34%	6,62%	7,64%	9,08%	8,16%	9,93%
C.III.1.	Pohledávky z obchod. vztahů	3,66%	6,10%	6,52%	7,41%	8,55%	7,73%	9,61%
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,17%	0,00%
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,54%	0,23%	0,10%	0,22%	0,49%	0,27%	0,29%
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.III.9.	Jiné pohledávky	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,03%
C.IV.	Kr. finanční majetek	5,15%	0,58%	3,93%	2,13%	1,20%	0,32%	0,72%
C.IV.1.	Peníze	0,31%	0,16%	0,57%	0,82%	0,79%	0,26%	0,28%
C.IV.2.	Účty v bankách	4,84%	0,42%	3,36%	1,31%	0,42%	0,06%	0,44%
D.	Ostatní aktiva	1,81%	1,77%	1,75%	1,25%	0,97%	0,87%	0,86%
D.I.	Časové rozlišení	1,81%	1,77%	1,75%	1,25%	0,97%	0,87%	0,86%
D.I.1.	Náklady příštích období	1,81%	1,77%	1,75%	1,25%	0,97%	0,87%	0,86%

	Položka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
A.	Vlastní kapitál	22,37%	25,15%	29,40%	30,10%	34,64%	38,06%	47,13%
A.I.	Základní kapitál	27,86%	30,86%	35,47%	30,84%	30,11%	28,66%	30,53%
A.I.1.	Základní kapitál	27,86%	30,86%	35,47%	30,84%	30,11%	28,66%	30,53%
A.II.	Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	-0,04%	-0,04%	0,00%	0,00%
A.II.3.	Oceňovací rozdíly	0,00%	0,00%	0,00%	-0,04%	-0,04%	0,00%	0,00%
A.III.	Rezerv. fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,90%	1,12%	1,47%
A.III.1.	Zák. rezervní fond	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,90%	1,12%	1,47%
A.IV.	VH minulých let	-3,33%	-6,95%	-6,55%	-5,28%	-1,57%	3,24%	8,54%
A.IV.1.	Nerzd. zisk min.let	0,31%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,24%	8,54%
A.IV.2.	Neuhr. ztráta min.let	-3,63%	-6,95%	-6,55%	-5,28%	-1,57%	0,00%	0,00%
A.V.	VH běžného úč.období	-2,17%	1,25%	0,48%	4,59%	5,25%	5,04%	6,59%
B.	Cizí zdroje	77,63%	74,85%	70,60%	69,86%	65,34%	61,94%	52,74%
B.II.	Dlouhodobé závazky	37,67%	31,93%	34,03%	28,10%	15,67%	12,62%	12,84%
B.II.4.	Závazky ke společníkům	34,80%	28,10%	29,43%	24,28%	11,99%	7,77%	7,74%
B.II.9.	Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,40%	1,26%
B.II.10.	Odložený daň. závazek	2,87%	3,83%	4,60%	3,82%	3,68%	3,46%	3,84%
B.III.	Krátkodobé závazky	23,50%	25,17%	14,63%	20,38%	16,16%	18,54%	15,38%
B.III.1.	Závazky z obchod.vztahů	10,15%	8,36%	8,48%	16,01%	13,85%	15,20%	10,29%
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	0,33%	0,29%	0,33%	0,36%	0,36%	0,41%	0,35%
B.III.6.	Závazky ze soc. zabez.	0,17%	0,14%	0,14%	0,15%	0,19%	0,17%	0,24%
B.III.7.	Stát – daň.závaz. a dotace	0,82%	0,72%	0,58%	1,78%	1,06%	0,81%	1,04%
B.III.8.	Kr. přijaté zálohy	11,77%	15,49%	4,82%	1,77%	0,22%	0,18%	0,18%
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	0,27%	0,17%	0,26%	0,33%	0,45%	0,38%	0,37%
B.III.11.	Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,02%	1,47%	2,82%
B.IV.	Bank. úvěry a výpomoci	16,46%	17,74%	21,94%	21,37%	33,51%	30,78%	24,52%
B.IV.1.	Bankovní úvěry dl.	8,03%	8,40%	8,45%	9,17%	7,02%	14,00%	19,63%
B.IV.2.	Kr. bankovní úvěry	8,43%	9,34%	13,49%	12,19%	26,49%	16,78%	4,89%
C.I.	Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,02%	0,00%	0,13%
C.I.2.	Výnosy příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,02%	0,00%	0,13%

Příloha č. 8: Údaje pro Spider analýzu

Ukazatel		Podnik	%	Odvětví	%	Znovín	%
A. RENTABILITA		2008		2008		2008	
A1	ROE [%]	15,16	108,29	14,00	100	13,5	96,43
A2	ROS [%]	10,79	93,91	11,49	100	5,8	50,48
A3	ROCE [%]	12,56	89,91	13,97	100	17	121,69
A4	ROA [%]	6,32	61,96	10,2	100	8,1	79,41
B. LIKVIDITA		2008		2008		2008	
B1	Krytí cizích zdrojů	0,54	21,52	2,51	100	0,82	32,67
B2	Peněžní likvidita	0,03	11,11	0,27	100	0,05	18,52
B3	Pohotová likvidita	0,24	25,00	0,96	100	0,41	42,7
B4	Běžná likvidita	1,36	100	1,36	100	1,53	112,5
C. STRUKTURA KAPITÁLU		2008		2008		2008	
C1	Ukazatel zadluženosti [%]	65,34	252,38	25,89	100	52,6	203,17
C2	Běžná zadluženost [%]	42,65%	268,39	15,88	100	35,46	223,29
C3	Krytí stálých aktiv [%]	34,64%	49,06	70,61	100	44,3	62,74
C4	Úrokové krytí	5,80	17,85	32,49	100	11,4	35,09
D. AKTIVITA		2008		2008		2008	
D1	Obrat CA	0,49	55,68	0,88	100	0,91	103,4
D2	DO kr. závazků [dny]	121	180,6	67	100	125	186,6
D3	DO pohledávek [dny]	64	93,81	68	100	73	107,35
D4	DO [dny]	357	915	39	100	224	574,36

Příloha č. 9: Finanční plán 2011 – 2015

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	218 596	221 770	230 350	245 439	237 898
Dlouhodobý majetek	111 559	111 711	111 984	112 299	112 863
Dlouhodobý nehmotný majetek	2	2	2	2	2
Dlouhodobý hmotný majetek	111 557	111 709	111 982	112 297	112 861
Pozemky	1 728	1 728	1 728	1 728	1 728
Stavby	46 488	44 762	43 036	41 310	39 584
Samostatné movité věci	58 325	60 203	62 202	64 243	66 533
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5 016	5 016	5 016	5 016	5 016
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Podíly - ovládaná osoba	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	105 185	108 207	116 514	131 288	123 183
Zásoby	82 059	83 387	90 262	104 135	98 937
Výrobky	7 463	7 584	8 209	9 471	8 998
Nedokončená výroba a polotovary	60 239	61 214	66 261	76 445	72 629
Materiál	10 810	10 984	11 890	13 718	13 033
Zboží	3 547	3 605	3 902	4 502	4 277
Krátkodobé pohledávky	21 418	23 125	24 296	25 057	22 192
Pohledávky z obchodních vztahů	20 704	22 401	23 517	24 167	21 344
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	656	666	721	832	790
Jiné pohledávky	58	58	58	58	58
Krátkodobý finanční majetek	1 708	1 695	1 957	2 096	2 054
Peníze	347	569	954	465	295
Účty v bankách	1361	1 090	1 003	1 631	1 759
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852
Náklady příštích období	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	218 596	221 770	230 350	245 440	237 898
Vlastní kapitál	102 889	106 326	109 681	121 984	115 284
Základní kapitál	65 750	65 750	65 750	65 750	65 750
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly	0	0	0	0	0
<i>Rezervní fondy</i>	<i>3 158</i>	<i>3 158</i>	<i>3 158</i>	<i>3 158</i>	<i>3 158</i>
Zákonný rezervní fond	3 158	3 158	3 158	3 158	3 158
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
VH minulých let	32 580	49 929	67 969	87 218	109 073
VH běžného úč. období (+-)	17 349	18 040	19 248	21 855	19 307
Cizí zdroje	114 904	114 641	119 866	122 652	121 811
Rezervy	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	27 655	27 655	27 655	27 655	27 655
Závazky ke společníkům	16 669	16 669	16 669	16 669	16 669
Jiné závazky	2 714	2 714	2 714	2 714	2 714
Odložený daňový závazek	8 272	8 272	8 272	8 272	8 272
Krátkodobé závazky	34 169	33 906	39 131	41 917	41 076
Závazky z obchodních vztahů	23 719	23 399	28 362	30 612	29 971
Závazky k zaměstnancům	736	748	810	934	888
Závazky ze soc. zab. a zdrav. Pojišt.	435	442	479	552	525
Stát - daňové závazky a dotace	2 008	2 040	2 209	2 548	2 421
Krátkodobé přijaté zálohy	387	387	387	387	387
Dohadné účty pasivní	803	803	803	803	803
Jiné závazky	6 081	6 081	6 081	6 081	6 081
Bankovní úvěry a výpomoci	52 801	52 801	52 801	52 801	52 801
Bankovní úvěry dlouhodobé	42 262	42 262	42 262	42 262	42 262
Krátkodobé bankovní úvěry	10 539	10 539	10 539	10 539	10 539
Časové rozlišení	279	279	279	279	279

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby celkem	122 151	124 128	134 362	155 014	147 276
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	117395	119295	129130	148978	141541
Tržby za prodej zboží	4756	4833	5232	6036	5735
Náklady vynaložené na prodané zboží	1213	1239	1339	1534	1459
Obchodní marže	3543	3594	3893	4502	4276
Výkony	122151	124128	134362	155014	147276
Výkonová spotřeba	70586	69457	74875	84988	84443
Přidaná hodnota	50352	53432	58148	68492	61374
Osobní náklady	17656	20288	23613	28824	24484
Daně a poplatky	1302	1323	1432	1652	1569
Odpisy	7229	6803	6594	8288	8740
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	24165	25018	26509	29728	26582
Nákladové úroky	2746	2746	2746	2746	2746
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Celkový VH před daní	21419	22272	23763	26982	23836
Daň	4070	4232	4515	5127	4529
VH za účetní období po dani	17 349	18 040	19 248	21 855	19 307